股票投资从0到1

@鹿西西的仙人

雪球 / 岛



ISLAND: 17



版权信息

书名:股票投资，从0到1（雪球「岛」系列）

作者:鹿西西仙人

中信出版集团制作发行

关于雪球

雪球公司成立于2010年3月，旗下拥有“雪球App”及网站“雪球xueqiu.com”。雪球App是一款解决股票怎么买的手机炒股应用，致力于为投资者提供跨市场、跨品种的数据查询、新闻订阅和互动交流服务，提供证券开户及交易服务。

作者简介

鹿西西的仙人，雪球人气用户，财务工作者，认为投资就是买赚钱的公司，投资本质上是把知本转化为资本，投资盈亏就是对投资者自身学识、思维和人性优劣的奖惩，信奉最好的投资就是提升自己，希望买入全世界最赚钱的公司，获得年化20%以上的长期复合收益。



雪球「岛」系列电子书出版序

岛是没有意义的，除非别的岛可以到达它。

信息是没有意义的，除非别的信息可以链接它。

只有当信息与信息链接起来，我们才知道它是真是假，存在着怎样的偏颇与疏漏。

链接信息与信息的最好办法是互动。

雪球是一个投资者的社区，用户在这里分享信息与观点，并且与其他投资者互动。

互动是美好的，它让我们展现自己的智慧，分享别人的智慧。

互动也是惨烈的，它让我们发现别人的愚昧和偏见，也让我们发现自己的愚昧和偏见。前者可能让人不悦，后者可能就让人愤怒和绝望了。

雪球「岛」系列的作者都是雪球资深用户，乐意在雪球分享信息与观点，并且与他人互动。我不知道他们的体验是怎样的。

但我想，他们一定发现自己不是一座孤立的岛。

上雪球，信息不再孤岛，投资不再孤单。

雪球创始人
方三文

自序
要想有船来，就要修建好自己的码头

想要得到一样东西，最好的方式就是让自己配得上它。

——查理·芒格

这么些年交友、恋爱、工作教会了我一个道理：真正珍贵的事物，都不是靠追逐，而是靠吸引来的——把自己修炼成一块磁铁，该来的都会来，该有的都会有。

不管是爱情、友情还是事业，都不需要费力去追逐，而是要静下心来打磨自己，凝聚自身的核心竞争力，形成自己独特的吸引力，与其四处寻找船只，不如修建好自己的码头，自然有船来靠岸。

人与人之间天然存在圈层，圈层的划定通常是基于相近的志趣、性格、能力，同一个圈层的人，价值都是对等的。在你的能力达到那个境界之前，无论你如何尝试，都是进不去的，而当你的层次够了，别人会主动来吸纳你，你自然而然就进去了。

这个道理放到事业上也一样，想要得到什么东西，就得有多大能力。想要获得事业，最好的方式就是提高自己，让自己配得上它。当你做好自己，把自己变得牛逼，能给企业创造巨大的价值，自然有猎头来找你，根本就不需要费力去求职。

越是观察那些伟大的商业人物，就越发清晰地意识到，他们之所以能够取得那么大的成就，不是因为他们费力去追逐名声和财富，而是因为他们努力去创造了价值，去帮助人们解决了问题和痛点，所有的财富和名声都是自然而然随之而来的附庸品而已。

投资也不例外，市场外部环境永远不是我们不赚钱的理由，因为哪怕再糟糕的环境也一定有人能够稳定盈利，核心的逻辑还是在于我们自己是不是真正理解这个市场，是否有能力去利用这个市场。

所以就投资而言，我们真正要做的其实只有一件事情，那就是不断研究，不断进化，把自己变成这个领域的专家。当我们成为这个领域内专业人士的时候，赚到钱就是自然而然的事情。反之如果不去深入理解这个市场的

本质，那么想持续赚钱是绝无可能，即使偶然盈利，最终还是要把钱吐回去的。

很多人说股票风险高，中国的股市连赌场都不如，但其实股票是一种理想的管道收入工具，因为股票对应着一个个实体企业，有着实实在在的现金流，股票给了我们普罗大众一个分享国家兴盛和企业发展红利的机会，更有众多价值投资者视A市为人间天堂，相较于我国香港、美国等相对成熟的市场，这里有众多优秀上市公司，有A股特有的打新红利，还有世界最低的资本利得税和大量散户非理性情绪导致的低估机会，在这样的市场赚不到钱其实是不应该的，很多人之所以会亏损，归根结底还是因为他们缺乏对这个市场的基本认知。

当然，股票虽然简单，却绝不容易，需要理念、商业、财务、估值、心理等各个层次的武装和建设，没有系统的思考和训练，肯定是无法长期稳定盈利的。我属于比较幸运的那个群体，一开始就接触到价值投资的思想，少走了很多的弯路，并且在大学的时候就开始有意识地从理念、商业、财务等各个方面训练自己股票投资的思维和技巧，然后一边工作一边实践，慢慢构建起了自己股票投资的基本框架。

除了自己摸索，这当中在雪球也汲取了不少养分，起初都是潜水，后来从2016年年中开始在雪球分享自己的投资心得，然后有了这本小书。这本小书算不上精妙，却基本上相当于一个完整版的简易股票投资教程，内容大致分投资理念、商业分析、财务分析、估值技巧和股票指数基金、投资感悟六大块。

投资理念主要涵盖了股票投资的基本思想，包括股票的起源与本质、股票投资的盈利原理、如何看待市场波动、如何控制风险、如何仓位配置、如何穿越牛熊等，属于内功心法。

商业分析介绍了常用的商业思维和分析技巧，包括波特五力模型、竞争战略、价值链分析、波士顿矩阵分析和垄断的几种形式，并且进一步阐述，要想获取超额收益，最简单的方式就是投资形成垄断的企业。

财务分析介绍了财报的起源和重要性、财务分析的常用思维、三张报表以及它们的钩稽关系、常见的财务舞弊方式、理想的企业类型，着重强调了现金流的重要性和三张报表的联系以及“防患于未然，见症于未发”的思想。

估值技巧梳理了现金流折现的概念、起源与发展，从最早的红利折现到戈登增长模型，再到自由现金流折现模型，此外还介绍了倍数估值、相对估值等各种估值模型和方法，并且突出强调了“估值无须准确，够用即可”的

原则。

投资感悟记录了我在投资实践过程中的一些随感，主要包括复利思想和自我进化思维。我一直信奉，想要有船来，最好的方法就是修建好自己的码头。要想依靠投资稳定获利，最根本的方式就是提高自己的水平。

投资本质上是对投资者学识、思维和人性优劣的奖惩，我们投资就是一个把知本转化为资本的过程，所以最重要的是持续不断地学习、研究和进化。

股票投资没有那么玄，也没有那么简单，它就像其他任何事情一样需要花费时间去研究和琢磨。等到有一天你真的理解了它，那么你就能够驾驭它，运用它帮你赚钱，继而实现财务自由。

希望这本小书能够帮助你在投资修行的道路上走得更远。

第一章
股票投资的收益来源

第一节
股票的起源与本质

哲学的根本问题是——你是谁？你从哪里来？要到哪里去？

如果我们想要依靠股票投资获利，那么我们要做的第一件事情就是追本溯源，弄清楚股票的本质是什么？股票投资的获利原理是什么？只有把这两个问题搞清楚，我们才知道何去何从，该如何投资。

股票大概发源于16世纪，当时西方探险家发现了新大陆，海外贸易和殖民掠夺成为财富暴增的火山口，但是组建船队海航需要船只、船员、武器、粮食、药品，这需要巨额的资金，海航还要面对恶劣的海上气候以及海盗劫持等各种未知的风险，所以为了筹措资金和分散风险，股票集资便应运而生，人们出资换取股票份额，海航队远航回来之后将本金退还，并且将收益按照股票份额分配给出资者，这就是股票的起源和初衷。

当时出资者和经营者的利益紧密联系，出资者之间的股票几乎没有发生流转，投资者获取收益的主要方式，就是按照自身的出资比例分配收益，同时承担海航的风险。这一思想直接影响了后来的一些投资者，这就是以格雷厄姆和巴菲特等人为奠基者和集大成者的价值投资派，这些投资者并不期望通过股票流转而是希望主要通过长期持有股票来获得收益。

后来股票由海航进入经济领域并被加以创新。在工业革命以前，生产组织形式以家庭作坊为主，一个家庭就是一个小型企业，企业主本身就是生产者，偶尔会需要雇用少数工人，这种组织形式对于融资的需求很小。随着工业革命催动生产力的迅速发展，机器大大提高了生产效率，家庭作坊式经营模式逐渐被淘汰，原有的融资方式也无法满足日益增长的资本投资需求，股票集资的方式进入经济领域，股份制公司逐渐兴起。

随着股份制公司的发展和完善，企业的经营权和所有权开始分离，企业的所有者不再是企业的直接经营者，职业经理人制度诞生。为了满足所有者之间股权自由转让的需要，人们设立了专门的交易所，股票的流动性大大增强，股票的市场交易属性开始凸显，人们获取收益的方式也不再局限于分红，人们发现，可以通过股价的波动来赚取差价，股票投机开始流行。

以上就是股票起源和发展的简略过程，从中我们可以看到，股票本质上是一种权益凭证，代表你拥有一个企业的一部分，有参与投票和获取收益分配的权利；同时，因为这种权利是可以转让的，所以它又具有交易属性，

我们又可以把股票当作一种特殊的商品。

第二节
股票投资的收益来源

既然股票同时拥有权益属性和交易属性，那么，相应地，股票投资的收益来源也有两部分，一部分是企业内生增长的收益，企业通过生产经营使资产获得增值产生收益，这些收益的一部分以分红的形式回馈给投资者，剩下的部分以留存收益的方式在企业内部滚存增长；另一部分是市场情绪变化带来的差价利得，股权的流转导致价格波动，通过低位买入，高位卖出，就可以获得与经营业绩无关的低买高卖的差价。

事实上，股价、市场情绪以及业绩之间的关系可以用一个公式来表示，即股价＝市盈率×每股收益，或者说P＝PE·EPS，可见股票价格的上涨是由情绪和业绩两个因素决定的，既可以是来自盈利的增长，也可以是市场情绪的推动，还可以是两者的共同作用。

我们用一个简单的例子来分析三种情况下的收益，假设某公司每股收益1元，股价10元，对应的初始市盈率为10倍。

1.由市场情绪带来的收益

由市场情绪推动的收益，即代表盈利的每股收益EPS保持不变，代表市场情绪的PE发生变动。假设企业的盈利状况没有发生变化，只是市场情绪的波动导致市盈率上涨20%，则股价P由10元上升为（10×1.2）×1＝12元，那么我们的收益为（12-10）/10＝20%。

股价是时刻动态变化的，它是买卖双方两种力量的博弈，但个体层面的买卖原因却是多样化的，可以是基于理性的分析决策，也可以是非理性的情绪影响。股价的短期走势无法预测，并且时常与企业的基本面无关，市场的偏见和贪婪常常导致股价严重低于或者高过企业的内在价值区间，价值100元的股票经常出现100元以下的报价，利用市场的这种偏见和贪婪，买入低估的股票，就能够获得企业估值修复的收益。

但并不是每个人都能正确利用市场情绪，很多人投资不看企业的基本面，而是寄托于市场情绪的波动，指望通过市场情绪的高涨来获利，因为股市是一个由机构投资者、个人投资者、上市公司、监管机构、第三方服务机构等多方参与者共同交织组成的场所，股价短期走势根本无法预测，所以单纯依托股价走势的盈利模式缺乏坚实的基础，不仅不具有可持续性，反

而常常导致亏损。

2.由企业内生增长带来的收益

由市场情绪推动的收益，即代表市场情绪的市盈率PE保持不变，代表盈利的每股收益EPS发生变动。假设市场给出的估值PE不变，企业的每股收益EPS增长20%，那么股价P由10元增长为10×（1×1.2）＝12元，我们的收益为（12-10）/10＝20%。

股价的短期走势时常与企业的基本面脱节，但是长期而言，股票的价格最终还是取决于公司的盈利水平和资产状况，企业的盈利增长最终反映为股价的不断上涨，因此忽略市场价格的短期波动，长期投资于基本面良好的企业，就能够获得企业增长的内生收益。

这种盈利模式主要是依靠企业的基本面，对于市场的依赖性不强，即便市盈率长期不动，只要企业的盈利增长，股价也会不停地上涨，因此可持续性最强，容易形成稳定的盈利模式，这是我们股票投资盈利最根本也是最核心的逻辑。

3.由市场情绪和内生增长共振带来的收益

最理想的情形是企业盈利增长，推动市场情绪的波动，两者协同共振，推动股价的上涨，我们称之为“戴维斯双击”。假设企业的每股收益增长20%，市盈率也增长20%，那么股价变为（1×1.2）x（10×1.2）＝14.4元，我们的收益为（14.4-10）/10＝44%。

这种盈利模式同时依靠市场情绪和盈利增长驱动，是最理想的一种模式，可以理解为企业不仅盈利增长态势好，而且还被市场热切关注，站在了风口上，以业绩为基础，经市场情绪催化，很容易诞生大牛股。

从以上分析我们可以看到，股票投资的收益既可以来自低估修复高估溢价，也可以来自企业本身的盈利增长，而最理想的情形是企业业绩和市场情绪共振，企业本身的质地良好，同时站在市场的风口，被市场情绪所催化，投资该类型的企业，可以享受企业内生增长和市场情绪推动的双重收益。

但是市场情绪是多变的，除非极度悲观和乐观，否则根本无从预测，而企业的经营是相对确定的，这就决定了市场情绪的溢价，只能当作一种“有便最好，没有也不怕”的附加福利，因此从守正出奇的思想出发，我们还是主要聚焦于企业的内生增长收益，力图以合理的价格买入优质的企业并长期持有。

第二章
投资，就是买入最赚钱的公司

股票投资的收益来源于市场波动和企业内生增长，由于市场波动的收益可遇而不可求，而股价最终将反映企业的基本面，因此我们投资主要聚焦于企业内生增长的收益，而我们投资，就是去寻找最赚钱的企业，然后以合理甚至低估的价格买入。

如何寻找赚钱的企业呢？我们可以从盈利性、稳定性和管理层三个维度进行筛选和分析。

第一节
盈利性分析

不管是内生增长，还是市场预期，根本上都是靠业绩推动，企业存在的目的就是盈利，我们最关心的就是企业的盈利能力。但是光看利润本身是得不出结论的，衡量企业的盈利能力必须看投入的资本，看利润与资本的比率才有意义。

1.1毛利率：产品有没有定价权？

毛利是营业收入与营业成本的差额，毛利与营收的比值就是毛利率。

毛利率＝（营业收入-营业成本）/营业收入

不同的行业毛利率有着天差地别，零售业的毛利率可能10%还不到，白酒、医药、软件业的毛利率可能高达90%以上，所以毛利率的比较主要聚焦于行业内比较以及与自身历史水平比较，看是否高于行业平均水平，是否呈现稳步增长的态势。

毛利还要扣除管理费、财务费、销售费和各种税费才能得到主营业务利润，所以通常我们要求毛利率不小于30%（零售类除外），因为如果毛利率太低，就难以保证后续的费用支出，导致最终的利润率偏低。

毛利的计算环节很少，销量、价格、产能都容易找到可以比对的数据，不容易造假，因此毛利最能够体现产品的竞争力，如果一个企业有高出行业平均水平的稳定毛利率，通常是企业的产品拥有定价权的表现（当然也不排除财务舞弊的可能）。

1.2净资产收益率：企业赚不赚钱？

如果只能用一个指标来评估企业的价值，那么这个指标一定非净资产收益率莫属。

净资产收益率（ROE）是净利润和净资产的比值，衡量的是权益资产的盈利效率，如果一家企业的净资产收益率为20%，那么代表每100元的净资产可以赚取20元的净利润。

净资产收益率越高，表示权益资本的利用效率越高，企业的盈利能力越强；净资产收益率越低，说明企业的资本利用效率越低，盈利能力越差，或者资产虚高，所以我们在寻找优秀企业的时候，期望企业的净资产收益率越高越好。

据统计，上市公司作为一个整体，净资产收益率在10%左右。换句话说，如果某个企业能够长期维持远远超越平均水平的净资产收益率（最起码15%以上），通常是企业有竞争力的表现。请注意，是远远超越，因为如果一家企业的净资产收益率处于平均水平，说明企业并没有跳出竞争，不会带给你任何惊喜，只有那些净资产收益率远超平均水平的企业，才有可能是拥有独特竞争优势的企业，而且需要注意，必须是长期超越。

净资产收益率不应低于6%，低于6%表示每100元净资产的收益低于6元，意味着承担了众多经营风险的权益资本已经与优先受偿的债务资本的收益相差无几。考虑到资金成本和风险溢价，一个相对合理的ROE门槛是8%以上。

1.3杜邦分析：企业靠什么赚钱？

净资产收益率虽然能够衡量权益资本的赚钱效率，却无法衡量企业经营的风险，即便是净资产收益率一模一样的两家企业，经营方式和承担的风险也是不一样的，所以我们还需要对净资产收益率做进一步的拆解，分析企业的盈利模式和收益的根本来源，这就是杜邦分析。

净资产收益率（ROE）＝总资产收益率（ROA）×权益乘数

总资产收益率＝销售净利率×总资产周转率＝净利润/营收×营收/总资产

从杜邦分析可以看到，净资产收益率的大小取决于净利率、周转率和财务杠杆的高低，杜邦分析拆解的三个因素分别对应三种基本类型的商业模式，即厚利少销型、薄利多销型和高杠杆型。

厚利少销，是指产品的销售净利率很高，比如茅台，销售净利率可高达50%以上，也就是说，每100元的营业收入，就可以获得50多元的净利润，那么即使它的周转率很低，最终的净资产收益率也可以非常高。如果一家企业的净利率远超行业平均水平，那么它很可能是有独特卖点和强势市场地位的企业。

薄利多销，是指产品的销售净利率很低，但是总资产周转率却很高。比如沃尔玛等零售类企业，产品的净利率很低，但是因为有超高的周转率，所以仍然可以维持很高的资产收益率。

高杠杆，是指企业本身的资产收益率不高，但是由于所加的杠杆很大，所以最终的净资产收益率也显得不错。比如地产、水电等主要依靠负债经营的企业，杠杆率非常高，总资产收益率可能只有1%—3%，净资产收益率却可以高达15%以上。

通过杜邦分析，我们可以从根本上了解，企业的盈利到底是来源于产品高利润率，还是高周转率和高负债率，继而判断企业的投资价值。

低利润率、高周转率的零售类企业，对于企业的管理要求非常高；低资产收益率、高负债率的企业，虽然利息可以在税前抵扣，但是增加的负债会影响企业的稳定性；高利润率的企业类型有着很高的利润率，赚钱相对轻松，对于原材料成本的上涨也不敏感，成本的转嫁能力相对较强，在净资产收益率相同的情况下，我们通常优先考虑高销售净利率的企业。

1.4资产收益率：别忘了负债的收益

单一的财务指标通常在某一方面具有缺陷，净资产收益率是从股东的角度衡量权益资本的盈利能力，总资产收益率是从资产负债表的左边考虑所有资产的盈利能力，都没有考虑资本的结构。

更进一步说，企业的资产有些是来自权益资本，有些是来自债务资本，ROE和ROA都没有衡量债务资本的盈利能力，不同的财务杠杆对应着不同的风险，也就导致了在不同的公司间比较ROE的时候并不能真实反映企业创造价值的能力，所以我们需要对其进行调整，这就是资产收益率，同时从权益资本和债务资本的角度共同衡量资本的利用效率。

权益资本的收益是净利润，债务资本的收入是利息，所以我们要在净利润的基础上把利息加回去，这个比率如下：

资产收益率=（净利润+利息）/（净资产+有息负债）

该比率排除了财务杠杆的影响，凸显了企业真实的盈利能力，按照经验值，通常这个比率在10%以上是企业盈利能力好的表现，最低不应低于6%。

1.5投入资本回报率：最真实的盈利能力

虽然资产收益率考虑了资产结构，同时衡量了权益资本和债务资本的效率，但是并不是所有的资产都参与了企业经营，有些资产是躺在账上睡觉的，比如茅台账上躺着占资产一半的货币资金，这些货币资金并没有实质性参与企业经营，所以资产回报率也不能反映资产的真实效率，为了进一

步反映资产的真实效率，还需要用到投入资本回报率ROIC。

ROIC＝EBIT·（1-TAX）/IC

TAX是指企业所得税，EBIT是指息税前收益，计算的时候用营业利润加上财务费用再减去投资收益。之所以把利息加进去，是因为ROIC衡量的是所有经营资本包括股东自有资产和有息负债的效率，而利息则是负债的收益。扣除投资收益是因为该收益并非企业的核心经营活动所得。

IC是指投入资本，主要指核心经营资产，包括股东权益和有息负债，对于一些没有实际参与经营的资产，比如茅台账上躺着占资产一半的货币资金，当作金融资产而非经营资产比较合适，所以要把这部分超额现金和其他非核心的经营资产剔除掉。这里的负债同样只计算了有息负债，并没有把占据的上下游资金等无息负债算进去。需要注意的是，这里的投入资本是期初投入而非期末的金额。

IC考虑了权益资产和有息负债，剔除了非核心经营资产；EBIT考虑了自有的权益资本和有息负债的收益，剔除了资本结构的影响，同时因为扣除了非核心的经营利润，所以把非经常性损益也剔除了。简而言之，ROIC排除了非核心资产和非核心收益的影响，因此ROIC衡量的投入产出比是最公允的，ROIC是衡量企业核心资产创造价值能力最公允的一个指标。

根据经验，投入资本回报率在20%以上通常就是企业有持续竞争优势的表现。有时候我们会用投入资本回报率ROIC和加权平均资本成本WACC比较，WACC是考虑了权益资本和债务资本的加权成本，只有ROIC超过WACC才有意义，否则企业就是不赚钱的。直观的公式是，经济增加值EVA＝IC·（ROIC-WACC），EVA为正，则表示企业经营创造了价值；EVA为负，则表示企业在毁灭价值。

假如我们比较茅台的ROE和ROIC就会发现，茅台的ROE（20%以上）在白马股群体中似乎并不算高，但是因为账上有一半的现金，所以实际参与经营的资产很少，ROIC很高（可高达70%以上），也就是说，参与经营的资产每100元即可盈利70元，真实的盈利能力非常强大。

最后不要忘了，ROIC不考虑无息负债（占据的上下游预收应付款），这个公式并不适合金融行业和国美、苏宁这样的无息负债比较多的类金融企业。

1.6营收现金比率：以现金存在的收入占多少？

营收现金比率＝销售商品或提供劳务收到的现金/营业收入

营收现金比率衡量的是企业在销售商品或提供劳务的过程中以现金收到的收入占比多少，对于适用税率17%的增值税一般纳税人，如果销售商品的收入全部是现金，那么该比率为1.17倍，即每100元销售收入对应117元的现金回款（另外17元为代收的增值税）。

因为很多时候公司并不完全是现金交易，还存在赊销形式，所以会形成应收账款，营收现金比率往往小于117%，所以该比率在100%以上则相对合理，如果长期低于80%则往往表明企业缺乏竞争优势、产品缺乏竞争力或者采用了激进的销售策略导致回款乏力。

1.7净利润现金比率：真金白银的利润有多少？

利润不等于现金流，不能用于支付员工薪酬和供应商货款，因此我们还需要检测利润的含金量，这就需要看净利润现金比率。

净利润现金比率＝经营活动现金流净额/净利润

该比率大于100%自然最好，一般在80%以上是合理的，长期小于60%则有舞弊之嫌，考虑到非现金支出的折旧，保守认为该比率应该大于1，如果小于1，那么就应该考虑是否有大额的资本支出，以及是否有对外借款用于资本支出的信用和能力。

第二节
稳定性分析

企业光会赚钱不行，因为企业经营面临很多的风险和不确定性，还需要有稳定的资本结构和充裕的现金流，以抵御经济下行的风险，这就是稳定性。

1.1资本结构是否合理？

资本结构是指权益资本和负债资本的比例，它表示企业经营的资产中有多少是自己的，有多少是来自债权人的。

权益资本和负债资本各有优劣，权益资本的好处是无须归还本金，可以长期经营；债务资本（仅指有息负债）需要还本付息，好处是可以税前抵扣，存在税盾效应，可以放大权益资产的经营效率，而且因为债务资本有优先于股权的受偿权，所以债务资本的成本低于股权成本，因此只要资本效率大于债务资本的成本，每个企业都应该合理地负债。

问题在于，负债率的提升虽然可以提高权益资产的经营效率，却会降低企业本身的稳定性（只是一般而言，取决于具体的商业模式，比如水电等依靠负债经营的企业负债率越高越好，负债率的提升对其资产结构稳定性的影响微乎其微）。大额的财务费用是相对固定的，具有杠杆效应，企业经营效益好的时候可以放大收益，而一旦企业经营出现问题，固定的财务费用就会反过来拖累企业经营，使得企业亏损，如果此时银行惜贷，债权人抽离资金，就有可能导致企业的现金流断裂。

因此，企业需要在权益资本的稳定和债务资本的效率之间寻求一个平衡，从理论上讲，两者之间存在一个最佳的比例。为此，我们可以借助一些财务指标来判断资产结构的合理性和企业的偿债能力。

资产负债率

$$资产负债率=负债总额/资产总额$$

负债有税盾效应，利息可以在税前抵扣，所以只要盈利水平高于借贷利率，那么负债就是有利的，在杜邦分析中我们已经讲过，企业提高权益资产收益率的一种方式，就是增加负债，负债率太低，说明没有利用好外部

资源，所以每个企业都可以而且也应当适当地负债。

但是负债率太高，通常会影响企业的稳定性，一旦举债过多，在经济下行时，固定的利息支出就可能成为导致现金流断裂的导火索，所以对于低利润率的企业和成长阶段的企业，我们会要求一个较高的权益比率。一般我们认为资产负债率在40%—60%的范围是比较合理的（取决于具体的商业模式，银、证、保等金融企业以及类似的依靠负债经营的企业，如地产和水电等不适用该标准）。

固定资产/权益资本

我们投资的时候经常强调期限配对，比如短期资金买短债，长期资金用于股票投资。企业经营也一样要做好期限配对，长期资本用于购买固定资产等长期资产，短期资金用于日常经营活动和偿还短期负债。

企业的长期资本主要是权益资本和长期负债，权益资本是无所谓归还本金的，长期借款常常是三五年以上的负债资本，所以购买固定资产最好使用权益资本和长期借款，而短金长用则是大忌。可以用固定资产与股东权益的比值来判断企业的资金使用是否合理，这个比率在80%以下是比较理想的。最低标准，是长期借款和权益资本可以覆盖固定资产，即（权益资本＋长期借款）/固定资产要大于1。

净有息负债/权益资本

净有息负债＝有息负债-现金及现金等价物

资产负债率认为应付预收款等经营负债也是债务，而实际上这些负债是没有利息的，是企业占用上下游客户的资金，反而是有利的，不能算债务，因此我们要计算严格的有息负债率。

一般而言，净有息负债与权益资本的比例在30%左右是理想的，在50%左右是合理的，超过100%则是警戒线。

如果要进一步衡量企业的偿债能力，可以将权益资本改为经营现金流净额甚至自由现金流，即企业净现金流和自由现金流偿还净有息负债的能力。

2.2现金流是否充裕？

企业可以没有利润，但不能没有现金流，很多企业倒闭的时候，不是因为没有利润，而是因为缺乏现金流，因此衡量企业稳定性的另一个标准，是

现金流的充裕性。

净现金流

净现金流指的是一段时期内企业经营、投资和融资活动的现金流入和流出的差额。

企业的现金流有经营活动、投资活动和融资活动流入三种方式，投资活动是企业的非核心经营活动，融资活动是外部向企业内部输血，只有经营活动才是企业的主业，是企业自身造血，因此最重要的是经营活动现金流入。通常我们要求企业的经营现金流净额必须为正，如果一家企业经营活动现金流净额为负，代表企业自身的经营都存在问题，更不要谈追加投资和回馈股东及债权人了。

即使经营活动现金流净额为正也还不够，因为企业如果要保持竞争力和扩张市场，就必须进行必要的资本支出，如果没有足够的经营现金流净额，则缺乏足够的动力去扩张，因此经营现金流净额最好大于投资活动现金流净额。最理想的状况是经营现金流不仅可以满足再投资需求，还可以用于回馈股东和债权人。

如果经营现金流净额无法覆盖必要的资本支出，也就是企业自身的造血无法满足投资需求，就必须借助外部的输血，即向股东和债权人融资，因而最低的要求是经营现金流净额和融资现金流净额之和必须大于投资活动现金流净额。

自由现金流

企业可以没有利润，但不能没有现金流，因为利润只是一个可被调控的数字，它并不能用于支付供应商的货款，也不能用于向债权人偿还借款和利息，而现金流却是实实在在的，很多企业利润不少却突然倒闭了，就是因为缺乏现金流，现金流之于企业犹如血液之于人体，石油之于工业。

再加上现行的会计制度是以权责发生制为核算基础，利润的核算并不以实际收到的现金为依据，存在往来款项、长期摊销、减值计提等众多前置或者延期收付科目和需要主观判断的科目，因此利润很容易被调控；而现金流认钱不认人，调控的空间小，可信度较高，因此最值得关注的不是企业的利润有多少，而是可以自由支配的现金流有多少，这就是自由现金流。

自由现金流表示的是企业经营收益扣除必要的资本支出后，能够自由支配的现金，自由的意思是说，这部分资金即使抽离企业，也不会对企业的正

常经营产生影响，是能够用于支付债权人利息和股东股息的最大数额。

因此，自由现金流＝经营现金流净额-投资现金流净额

＝股权自由现金流＋债权自由现金流

自由现金流分公司自由现金流和股权自由现金流，公司自由现金流指的是债权人和股东共同享有的自由现金流，股权自由现金流指的是在公司自由现金流的基础上扣除债权人的收益（利息）后股东所享有的自由现金流。

自由现金流的计算方法是在净收益（对股东而言是净利，对公司而言是股东的净利和债权人的利息之和）的基础上进行一系列科目的调整，加上折旧摊销等非现金支出，然后再减去资本支出和营运资本增加额。

股权自由现金流＝净利润＋折旧摊销-资本支出-营运资本增加额

公司自由现金流＝息税前利润（1-税率）＋折旧摊销-资本支出-营运资本增加额

我们希望，企业不仅有利润，还有充裕的自由现金流，因为充裕的自由现金流意味着企业只需要依靠自身经营产生的现金流，无需股东和债权人的大量投入，就可以轻松维持当前的业绩乃至实现自由现金流的不断增长；反之，自由现金流匮乏，不仅导致企业缺乏长足的动力去发展业务，还有可能致使企业因现金流断裂而倒闭。

研究自由现金流的最佳案例是亚马逊，亚马逊常年亏损，股价却节节拔高，原因就在于它虽然账面亏损，自由现金流却不断增长。亚马逊的自由现金流之所以强劲，是因为它在上下游关系链中占据了强势的市场地位，可以延迟对上游供应商和下游客户的付款，从而免费占据上下游供应商和客户的资源。

第三节
管理层分析

才者德之资也，德者才之帅也。

——《资治通鉴》

企业光有强大的盈利能力和稳定的财务还不够，我们还需要对企业的管理层进行分析，因为强大的盈利能力和稳定的财务都是企业管理的结果，而企业管理就是基于人的管理，人才是企业的终极资产和动力，一艘好的船还需要一个好的船长来驾驭。

对管理层的评估包含了两个方面，一是管理层的品质，二是管理层的能力。

3.1管理层的品质分析

股份制公司的经营权和所有权是分离的，所有者和经营者的利益并不完全一致，甚至时有冲突，在利益冲突的情况下管理层能否秉公处理，除了法律约束外，在很大程度上还取决于管理层的品质德行。

对管理层品质的评估缺乏量化的标准，只能在平时多观其行、察其言，比如看财报中管理层的述职报告是否真诚务实，看管理层在定向增发时是否损害中小股东和原有股东的利益，看利润分配是不是以股东利益最大化和企业经营效益最大化为原则。

3.2管理层的能力分析

管理层光有德行没有能力也不行，因为最终我们希望的是管理层能够帮助我们创收和盈利，使股东利益最大化，所以我们还需要考量管理层的管理能力和经营水平。

评估管理层的能力我们可以看管理层的历史履历，看财报中的述职报告，看管理层提出的战略目标是否都一一实现，但主要还是从财务的角度量化其营运管理水平。

3.2.1费用率：成本控制能力如何？

营业成本比率和三项费用率是最能体现成本管控水平的，理想的情况当然是营业成本比率和三项费用率不断下降。但是实际上如果一家公司在不断扩张，营业成本比率以及三项费用率一般是随着营收的增长而上升的。费用上升没关系，重要的是，营业成本比率和三项费用率的增速应该低于营收的增速，而且相较于行业其他公司是比较低的。

看管理层如何控制成本和花费是最能体现管理层态度及能力的，优秀的管理层对股东尽心尽责，明白成本节约的重要性。但该花的钱还是得花，关键是要用在刀刃上，用在能够优化产品，升级体验的地方，要能够促进利润的增长。比如广告费，如果费用过多，可能会导致浪费，没有铺到位，又导致宣传不足，所以要看费用的增长是否能够促进销售收入的增长，如果销售收入增速大于销售费用增速，那就可以增加，如果收效甚微，那么不如不花这钱，100块钱的销售费用，最好能够带来100块钱以上的销售收入，如果花100块钱，销售收入却只增长了80块，那还不如不花这钱。

3.2.2现金转换周期：运营能力如何？

运营能力体现在存货和往来的管理上，优秀的管理首先一定会想方设法释放库存，追求最佳量级的存货和最快速的存货周转，甚至占用上下游的资金供自己使用。

（1）存货周转天数

$$存货周转天数=平均库存/销售成本x360$$

存货不仅容易占用资金，还存在贬值的风险，衡量存货周转效率的指标是存货周转天数，存货周转天数衡量的是存货多久可以周转一次，视不同的行业一般存货周转天数在120天以内可以认为是正常的。

（2）应收账款周转天数

$$应收账款周转天数=平均应收账款/销售额\times 360$$

应收账款周转天数表示的是公司销售产品之后，需要多久才能从客户那里收回资金。权责发生制下，有些公司可能营收很多，但是回款能力其实很差，大多是应收账，应收账多了不仅有坏账的风险，还影响经营现金流，所以我们希望这个时间越快越好，最好是客户需要预付定金才能提货。

（3）应付账款周转天数

应付账款周转天数＝平均应付账款/销售成本×360

应付账款周转天数表示的是从供应商处获得商品之后，需要多久支付货款。应付账款意味着我们可以占用供应商的货款，因此单纯从财务的角度看，这个期限越长越好。

（4）现金转换周期

现金转换周期＝应收账款周转天数＋存货周转天数-应付账款周转天数

现金转换周期表示的是减去应付账款之后，应收账款和存货占用的时间，站在公司的角度，我们希望存货周转速度越快越好，销售回款越早越好，占用供应商的资金时间越长越好，这样的话，就能够提高自身的资金使用效率，同时占用别人的资金。

在这方面最典型的案例是亚马逊，因为亚马逊强大的品牌和规模优势，大多数供应商必须接受亚马逊延后付款的条件，其应付账款天数远大于应收账款天数，现金转换周期非常短乃至为负，意味着可以免费占用上下游供应商和客户的资金，拿着上下游供应商和客户的资金去扩张自己的生意，不断强化自身的优势，因此亚马逊的自由现金流可以几倍于利润，而且不断增长。

3.3利润分配：管理层品质和能力的“试金石”

能不能分红是能力，给不给分红是态度，利润分配政策是最能体现管理层能力和品质的“试金石”。

如果一家企业上市十几年，业绩一塌糊涂，从未进行过分红，或者股价没有因为资产的增厚而水涨船高，而是一味地向二级市场融资，那么这样的企业就是“吸血鬼”，说明它的管理层不仅能力不行，人品也有问题，它在毁灭股东价值，对股东极其不负责任，这样的企业是我们需要极力回避的。相反，如果一家企业能够持续不断地分红，通常说明它的管理层有创造价值的能力，它的利润是有实实在在的现金流作为保证的，管理层也懂得回馈股东。

当然，企业的利润分配也不是一个简单的一刀切的问题。分红未必是对股东利益最大化的行为，比如分红过多可能导致企业经营和扩张的资源不足，影响后续的经营发展。如果留存收益率高于股东投资其他项目能获得的收益，那么把收益留存是最好的。留存收益可以通过清偿债务削减利息支出、投资或者收购其他资产、用于企业经营增加未来利润以及股份回购等方式创造价值。

根据戈登增长模型，当企业内部留存收益增长率与股东分红再投资收益率相等时，分红和将收益留存增长的效果是一样的。因此，利润分配本质上是一个如何使股东利益最大化的问题。对于成长阶段的企业，将收益留存可以获得比股东分红再投资更高的收益，那么此时应该不分红，通过收益留存实现资产的快速增长，继而推动股价的上涨；对于成熟阶段的企业，企业内部的收益率下降，又没有合适的投资项目，此时应该将利润分配给股东，股东拿了分红，如果看好公司，可以继续购买公司股票；如果有更好的投资方式，可以拿去做别的投资。

简而言之，利润分配政策是管理层品质和能力最好的“试金石”。如果一家企业在不该分红的时候分红，在该分红的时候不分红，都是对股东不负责任的行为。通过管理层的分红政策，我们就可以知道管理层有没有能力（能不能分红），品质靠不靠谱（给不给分红）。

第三章
当我们看财报的时候，我们在看什么？

第一节
财报的起源和重要性

最早的企业大多是家庭作坊式的，经营者就是所有者，后来随着股份制公司的发展，企业的所有权和经营权逐步分离，管理者就有义务通过定期报告的形式向股东及时准确地反映公司的财务状况和经营成果，这是财报诞生最初的逻辑。

作为二级市场上的普通投资者，虽然持股即代表拥有企业的一部分，但是绝大多数人都无法直接参与和影响企业日常的经营管理，能够获取的信息也是有限的，财报就成为了一个极其重要的信息获取窗口。

遗憾的是，由于制度缺陷和利益驱使，本应该如实反映公司经营状况的财报，却并不见得真实准确，造假的丑闻反不鲜见，原本应该具有严肃课责性的财务报表，时常沦为成为利益相关者掩盖亏损修饰业绩的工具。

很多人说，财务就是一个由假设和技巧编织的谎言，充满了主观判断的欺诈性，有些人干脆认为上市公司财务数据都是假的，拿着一本虚假的财报来研读，实属缘木求鱼，再加上财务知识相对艰涩，普通投资者又多缺乏基础的财务知识，连读懂财报都有困难，遑论透过浮华的表象看本质，使得原本绝佳的信息获取方式，反而成为了横亘在投资者和上市公司之间的障碍。

然而财报的作用仍然是不可抹杀的，财务分析也是十分必要的，财报仍然是我们普通投资者所能接触到的最具有价值的分析资料，因为财报既反映了企业经营状况和财务成果的信息，又透露了管理层的经营意图，还体现了管理层的“管家态度”，是很重要的参考资料。读懂财报，是我们投资的第一步，也是我们理解公司的经营理念和战略，对企业进行估值的基础。

财报就像一张体检报告，以一种极其含蓄的方式告诉我们潜藏的问题，提醒我们规避风险；有的时候它又像是一座矿藏，隐藏着未被发掘的隐秘财宝，需要我们去探测、挖掘和提炼。

确实，财务制度可能永远也不能够完美，财务造假也永远无法杜绝，根植于会计制度起源哲学深处的根本矛盾也难以调和，但是财报仍然是有迹可循、有章可解的，当我们学会了财务分析的技巧，了解了财报编织的过程，它就不再是一个谎言，而是我们战胜其他投资者，获取超额收益的利器。

第二节
财务分析的基本原则

在财务分析的过程中，有一些通用的原则需要把握。

1.透过数据看商业

财报反映的是企业经营的成果和财务状况，而企业的经营成果和财务状况根本上是取决于企业的经营层面的，所以我们需要透过数字看企业的经营。财报记录的是企业的过去，而投资面向的是未来，我们分析财报，不是简单地认为业绩将以原有的趋势延续，而是通过数字看到背后企业经营的商业逻辑，并且判断这种商业逻辑能否继续保持下去，据此作出合理的投资决策。

2.剔除偶然性因素的影响

从一个长周期来考量企业，避免非经常性损益和一次性利得夸大或者削弱企业的盈利能力。比如最少看过去五年的财报以避免单一年度的影响，关注扣除非经常性损益的利润而不是净利总额以判断利润的可持续性，注重主营业务利润以分析主业的盈利能力。

3.横纵向对比

与行业内其他公司对比看是否处在合理的水平，是否处于优势地位；与自身历史数据纵向对比，看呈现一种怎样的趋势，毛利率是否稳定趋升，净利润是否稳定增长，现金流是否由贫瘠而充裕。

4.配比思维

有一些科目之间是相互联动的，比如营业成本和销售费用通常随营业收入的增长而增长，经营现金流净额是净利润的80%—120%，净利润的增加引起资产的增加，如果这种配比不在正常的区间或者突然发生巨大的变动，那就可能是出现了某种问题或者变动。

5.静态分析和趋势分析

比如看资产负债表的时候，分析各类资产的占比，流动资产占总资产的比例有多少，固定资产的占比是否可以划分为轻资产和重资产，货币资金占流动资产的比例是多少，这些比例是否处于合理的范围，有没有哪项突然激增或者锐减，变动的原因是什么。

6.整体思维

财务分析不能按图索骥，也不能断章取义，而应该结合具体的公司业务和发展阶段分析。比如，企业的经营现金流净额为负，并不一定代表企业的主业差，有可能是处于企业成长阶段需要投入大量的资源去抢占市场扩充品类，这种牺牲当下现金流的行为，有可能在未来获得可观的回报。

第三节
资产：财务分析的核心

资产负债表就像是一张定格照片，记录的是企业某一时刻的资产负债状况。资产负债表是根据恒等式“资产＝负债＋所有者权益”编制的，资债表的右边（下边）表示的是资金的来源，资债表的左边（上边）显示的是资金的去处。

我们分析资产负债表，实际上就是看企业能够掌控的资源有哪些？这些资源是怎样来的？资源的质量如何？以怎样的状态分布？这样的分布是否合理？

一、负债与权益：资金的来源

与我们生活中资产即所有权的概念不同，会计上资产的概念更加广泛，凡是企业能够实质性掌控用于经营生产的资源，无论是自身拥有的，还是占用他人的，都是企业的资产。

企业的资产主要有两种来源：一种是股东所投入的资产，比如IPO和定增所获得的股本及资本公积，以及企业在经营过程中资产获得增值的部分；另一种是企业负债而来的资金，包括向银行等金融机构的有息借款和企业经营过程中对上下游供应商及客户自发形成的应付账款、预收账款等无息负债。

我们最关心的自然是资金的成本和使用期限。权益资本是企业自有的资产，没有使用期限的约束，是企业长期稳定经营的根本保障；负债资本（有息负债）是债权人投向企业的资源，是有使用期限和成本的，需要还本付息，但因为负债可以在税前抵扣，可以带来税盾效应，同时受偿权优先于权益资产，所以负债资本的成本低于权益资本，那么通过合理的负债，可以有效地放大企业经营的效率。

二、资产：资金的去处

搞清楚了资金的来源，我们还要弄明白资金的去处，分析资产是如何分布的？这些资产的质量如何？这样的分布是否合理？

1.资产的分布

资债表的左边（上边）显示的是资本的去处，有些以货币资金的方式放在公司或者存在银行账户，有些以固定资产的方式沉淀为厂房和设备，有些以应收账款的方式滞留在客户处，等等。

按照流动性，我们将资产分为流动资产和非流动资产。流动资产是指可以在一个营业周期内变现的资产，主要由货币资金、应收账款、存货组成。非流动资产是指超过一个营业周期的长期资产，包括固定资产、无形资产、长期股权投资、投资性房地产等。通常情况下，我们对于流动性资产有一定的偏好，希望企业的流动资产占比高一些，固定资产等非流动资产不要冗余，避免资金被占用。

除了按照流动性，我们还可以按照资产的属性分为经营资产和金融资产，经营资产指的是货币资金、存货、应收账款、固定资产等与企业经营有关的资产，金融资产指的是交易性金融资产、投资性房地产、可供出售金融资产等与企业核心经营活动无关的资产。经营资产比例高，通常表明企业处于发展阶段，资金主要用于企业的经营发展；金融性资产比例高，往往表明企业处于成熟阶段，资金非常充裕，不仅可以满足自身的再投资需求，还可以用于投资增值，这一点我们可以结合企业的现金流和再投资情况验证。

按照是否直接计入当期费用，我们还可以将经营资产进一步细分为收益性资产和资本性资产。收益性资产是指与产品成本直接相关的资产，比如存货；资本性资产是指需要在一个以上的会计期间摊销再转入收益性支出的资产，比如固定资产。我们希望收益性资产的比例在满足需求的情况下越少越好，资本性资产可以使用的期限越长越好。

2.资产分布是否合理

企业的经营过程就是货币资金以存货、厂房、设备、应收账、营业收入等各种形态流转变化的过程，资产在不同的流转环节资金所沉淀的合理比例是不同的，这既取决于具体的商业模式，也取决于企业的发展阶段，比如重资产类型的企业固定资产占比通常比轻资产类型高，发展阶段的企业一般比成熟阶段的企业经营资产占比高。

有些资产可能越多越好，比如货币资金、预收账款。货币资金的来源有三种方式，依靠自身的经营业务产生、出售资产或者投资业务产生、外部融资获得，货币资金占比高，往往说明企业的商业模式很好，营业收入主要以现金的形式存在，甚至可能拥有大量的预收款，是企业产品有竞争力的表现。

有些资产则越少越好，比如应收账款。应收账款很多，意味着企业内部资

源外流，被客户占用，不仅导致企业资源利用效率降低，还存在无法回收的风险，需要设置专门的人员催债，进一步增加企业的资源消耗。所以我们希望应收账款越少越好，即使有，也希望只是因为扩张战略的需要，是暂时性的，且最好是一年期以内的应收账款，如果大量应收账款账龄在三年期以上，那就需要非常小心，很可能说明这家公司没有竞争力甚至存在财务舞弊的嫌疑。

存货是营运必需的资产，存货太少不能满足销售需求；存货太多则挤占资源，还有贬值的风险。理想的状态是以销定存，既能满足销售的需求，又不会有大量冗余存货降低资金的利用效率。当然存货的价值取决于具体的产品，不同的存货，贬值的风险不同，有些企业的存货如服装、汽车、电子产品越来越不值钱，这些存货最好不要太多，一旦确认减值，则带来巨大的损失；有些存货则没有贬值的风险，比如白酒，不仅如此，随着时间推移，反而越来越值钱；还有一些企业是几乎没有存货的，比如水电、路桥企业，那么就不存在存货贬值的风险。

固定资产是企业生产经营所必需的超过一个营业周期的长期资产，虽然固定资产通常在购置当年就已经付款，但是根据收入和费用相匹配的原则，并不能直接在当期确认为费用，只能认为是进行了货币资金和固定资产的置换，要在以后的年度分摊折旧。大部分情况下，固定资产的实际使用年限都比预计的短，每隔一段时期就要更新换代，使得企业缺乏自由现金流用以发展业务，降低了企业的价值。

无形资产与机器设备和厂房等有形资产相对，主要是土地所有权、专利权、商标权等不存在实体的资产。寿命有限的无形资产与固定资产一样需要折旧，无形资产的折旧称为摊销，对于寿命无限或者难以确定期限的无形资产，则不进行摊销，只在每个会计期间进行减值测试，如果有明确的迹象表明减值的发生，则计提相应的减值准备。唯一不会减值的非流动资产，是土地，因为土地不会磨损，相反还会随着时间增值。

简而言之，每一类资产的特性都不一样，都有一个合理的比例区间和变化趋势，我们要结合企业的发展阶段和行业特性，对企业的资产进行静态分析和动态分析，判断各类资产的占比和变化趋势是否合理。

比如货币资金、预收账款等企业可以迅速动用的资源，我们希望多多益善；存货、固定资产、无形资产、商誉等存在贬值、减值风险，容易形成财务舞弊的科目在满足企业经营需要的前提下越少越好；货币资金是否持续增加，增加是因为经营活动还是因为筹资活动；应收账款增加是因为销售的正常增长，还是因为企业的竞争力丧失，不得不采用激进的赊销策略。

通过这样的一种分析，我们就能知道企业经营资金的来源，资金如何被置换为各类资产，资产是如何分布的，这些资产的质量如何，这样的分布是否合理，从而对企业的资产负债状况有一个全面的了解。

三、从资产状况看企业的投资价值

有问题的企业资产状况都是类似的，通常表现应收账款和存货占比过多；重资产、资本支出大，需要不断追加投资；非流动资产占比过高，商誉占比过大，资产虚高。

换言之，有竞争力的企业通常表现为：现金交易，无应收账款，预收款多，利润含金量高；无存货贬值风险，流动性强；轻资产，追加投资少，自由现金流充裕。

（1）预收款多、应收款少

没有竞争力的产品，往往不得不以赊销的形式出售，缺乏对上下游的话语权，向上游采购要提前付款，下游客户的货款又很难迅速回款，资金长期被上下游客户占用。而茅台、海天等产品有竞争力的企业，不仅应收账款很少，账上反而有大量的预收账款，可以提前储备未来一段时期的收入，也没有坏账的隐患，是很好的投资对象。

（2）存货无贬值风险

存货不仅会占用企业的资金，还存在贬值的风险。但有些企业类型的存货，却不遭受贬值的风险，比如白酒，不仅不会随着时间贬值，反而随着时间愈加珍贵。还有一些企业是根本没有存货的，比如水电、路桥、旅游，既然没有存货，也就没有贬值的风险。

（3）轻资产，流动性强

存货、固定资产、无形资产、待摊费用等非流动资产和长期待摊资产不仅占用资金，影响流动性，而且容易受到人为因素的调控，影响会计利润。优秀的公司，这些科目要么没有，要么占比极小，资产的流动性强，也不容易藏污纳垢。

第四节
利润表：企业赚钱吗？

企业经营的目的就是使利润最大化，作为股东，最关心的就是利润，所以大多数人最关心的就是利润表。

利润表就像是一段视频，记录的是一段时期内企业经营的成果，它的科目排列依据就是利润的计算过程，是三张表中最直观的一张表。

一、营业收入

利润表的起点是营业收入，占比最高的是主营业务收入，也是我们最关注的收入，这是企业持续稳定经营的主要收入来源。通常，我们青睐那些主营业务突出的企业，对于多元不（弱）相关的企业抱着审慎和怀疑的态度。为此，我们需要查看分产品分地区的收入明细，并且分析这些产品以怎样的趋势发展，从而判断企业的发展方向和产品的竞争力。

我们可以运用波士顿分析法，将企业的业务以某个标准细分为若干个单元，比如将主营业务按照产品品类、地域进行细分，然后对每个单元的业务进行二元分析，X轴表示市场份额，Y轴表示增长空间。

根据X、Y的组合，波士顿咨询公司将业务分为四类：

1.明星类（stars）：明星类的特征是增长空间大，市场份额大，表现出高增长的特性，表现为持续扩张和增长的态势，通常表现为正的经营现金流和负的投资现金流。

2.现金牛类（cash cow）：现金牛类是成熟阶段的业务，表现为高市场份额和低增长率，通常表现为正的经营现金流和投资现金流，该业务源源不断地产生现金流，哺乳其他业务，为其他类型的业务提供支持。

3.问题类（question marks）：问题类是指增长空间大，但是所占市场份额小的业务类型，这种类型的业务往往是刚开始进入某个市场，要么大有可为成为明星类，要么不幸夭折成为瘦狗类。

4.瘦狗类（dogs）：市场份额低且增长停滞甚至萎缩的业务被归为瘦狗类，这是最糟糕的一种类型，最好的方式就是剥离这部分业务。

波士顿分析法可以帮助我们判断企业有哪些业务或者产品，这些产品的竞争力如何，产品的结构是否合理。通常情况下，我们要回避瘦狗类业务为主的企业；比较理想的情形是，企业既有根基稳定的现金牛类，同时又有明星类业务；其次是以现金牛类为主，同时含有问题类，现金牛业务可以为问题类业务提供资金支持，使问题类有希望转变为明星类。

另外，我们需要注意，营业收入是财务造假的高发地段，所以我们需要将销量与产能对比、将销售商品提供劳务收到的现金与营业收入对比看是否匹配，同时小心有些不良企业以非持续性的其他业务收入甚至营业外收入冒充主营业务收入，夸大企业的盈利能力。

二、营业成本

营业收入下是营业成本，营业成本与营业收入有着很高的联动性，营业成本通常随着营业收入的增长而增加。这两者都有增加、不变和减少三种可能，两者一共有9种组合，合理的情况是两者同时增长，且营业收入的增长速度大于营业成本的增长速度；在一些营业成本以固定资产摊销为主的水电、公路等公用事业企业中，因为前期投资大，后期投资少，会出现营业收入增长、营业成本下降的情况，这是最理想的一种状况。

营业成本和营业收入的比值是营业成本比率，营业成本比率高，毛利率就低，两者相加恒等于1。营业成本由直接构成商品的材料、固定资产折旧和人工费用组成，吞噬了大部分的营业收入，所以对于销售成本比率很高（毛利率低）的企业来说，成本控制是一件生死攸关的事情，成本领先也是一种竞争优势。

三、毛利率

营业收入扣除营业成本就得到了毛利，高稳的毛利保证了后续费用的支出，毛利与营收的比值就是毛利率。

毛利率是一个很重要的指标，不同的行业毛利率有着天差地别，通常要求毛利率不小于30%，而且最好保持稳定增长的趋势，如果毛利率太低，就难以保证后续的费用支出，导致最终的利润率很低，企业需要很高的周转率或者很高的杠杆水平来保持较高的净资产收益率，高周转率需要企业提高运营水平，高杠杆导致企业承受风险的能力下降。

一般而言，产品越接近材料端，销售成本比率越高，对于物价的敏感程度也就越高，面对上下游客户的定价权就越弱；越接近品牌端，产品附加值越高，销售成本比率越低，毛利率越高，面对物价成本的变动就越不敏

感，面对上下游客户的定价权就越强。所以，如果一个企业有高出行业平均水平的稳定毛利率，通常是企业的产品拥有定价权的表现，当然也有可能是财务舞弊，需要仔细甄别。

四、期间费用

期间费用指的是管理费用、销售费用、财务费用这三项，这三项费用是除营业成本以外的另一个大头费用，我们希望三项费用率越低越好，而且最好稳定在一个数值附近，最好不超过营收的30%，三项费用率指的是三项费用与营业收入的比值。

管理费用主要由职工薪酬和固定资产折旧构成，近似固定费用，而且一般随着时间的推移而增长；财务费用取决于企业的负债结构和利率；只有销售费用与营业收入的联动性最高，销售费用通常随着营业收入的增长而增长，但在一些情况下，销售费用的增长速度可能超过营业收入，这个时候，营业收入的增长是以耗费更多的资源为代价换来的，扩大营业收入就是毁灭价值的行为。

五、净利润

毛利扣除期间费用，就得到了税前利润，税前利润扣除税费，就得到了最终的净利润。利润本身是看不出价值的，只有与其他指标结合在一起才有意义。净利润除以营业收入就是净利率，净利率越高越好，高净利率通常是企业有定价权的表现；净利率除以净资产就是净资产收益率，净资产收益率从股东的角度衡量资产的效率，代表每一个单位的股东权益可以带来多少盈利。

六、盈利质量

需要注意的是，净利润本身并不是现金流，不能用于支付货款，不能用于投资，也不能用于支付股利和利息。甚至利润在很大程度都只是一个数字，利润表是最容易被调控的一张表格，通过虚增营业收入，虚减各项费用，可以做高当期利润，夸大企业的盈利能力。

所以我们不光要看利润的多少，还要关心盈利的质量。所谓盈利质量，也可以叫利润含金量，有两层意思：第一，利润是不是真的；第二，以现金流的形式存在的利润占多少。

现行的上市公司企业会计制度是以权责发生制为基础来核算的，判断一项交易是否完成，并不以实际的现金收付为依据，实际上以现金形式存在的

利润往往小于账面上的利润。

事实上，财报里的利润就是一个数字，是可以随意调控的。利润调节有两种基本方式，一种是操纵收入，另一种是操纵费用。所谓操纵收入是指提前或者推后确认收入，甚至无中生有伪造购销合同；操纵费用就是通过修改折旧摊销等政策来虚增虚减费用，或者通过当期费用资本化来推后费用的确认，等等。

利润容易调节，但是现金流难以配套造假，两者之间又存在一定的钩稽关系，所以检测利润真假最好的方式，就是看现金流量。如果两者之间不配比，比如利润很多，但是现金流量很小，那可能就是虚构或者提前确认收入。

另外，我们要看营业收入中，以现金和票据的形式收到的款有多少，以应收账款存在的收入占比有多少，然后与同行业和历史数据进行对比，看是否在正常的比率水平。

我们还可以考量经营活动现金流量，因为有往来，所以经营现金流量净额和利润之间会存在一定的差额，两者的比例在80%—120%都算正常的区间。如果超出这个范围，那么我们就该考虑，这种差异的原因是什么。比如应收占比过大，那就要小心是不是企业采用了过于激进的赊销策略，或者产品的竞争力下降，只能采用赊销的形式出售。

比较应收占营收的比例也好，经营现金流净额与利润的比例也好，都要把握一个原则，那就是注意避免单一季度或者年度的影响，把周期拉长，时间越长，两者之间的比例越稳定。

除了看经营现金流净额，我们还可以看企业的分红，分红稳定的企业，往往都是经营稳定，现金流充裕的企业。尤其是那些承诺高比例分红的企业，造假的可能性很小，反而存在做低业绩的动机。

最稳妥的方法，当然是不看利润，直接测算自由现金流，这是最严格的利润测试。自由现金流等于经营活动现金流减去资本性支出，资本性支出就是超过一个会计年度或者经营周期的支出，比如购买固定资产、无形资产等，自由的意思就是哪怕拿走这部分资金，也不会对企业的正常经营造成重大的影响，优秀的企业，利润和自由现金流基本相等。

历史上有很多因为资金链断裂而倒闭的企业，这些企业倒闭时账上都有不少利润。为什么有这么多的利润还会倒闭呢？因为这些利润都是纸上财富，是虚假的，或者以应收账款的形式存在，没有转化为实实在在的现金流。现金流之于企业，就像血液之于人体，石油之于工业。人无血不活，

企业现金流枯竭，也必死无疑，很多企业不是死于竞争和亏损，而是死于现金流断裂。

所以，我们一定要有一种警醒的思想，即利润只是数字而已，现金流才是检验利润真假的唯一标准。

第五节
认钱不认人：现金流量表

我国现行的财务制度是以权责发生制为主，利润的确认并不以实际收付现金为依据，存在大量需要主观判断的计提摊销科目，导致利润很容易被调控，而现金流量表则认钱不认人，不受权责发生制的影响，如实地记录着企业的现金流入和流出情况。

一、现金流的类别

企业的现金流分经营活动、投资活动和筹资活动三部分。

经营活动是指企业采购材料、销售商品等跟日常经营活动有关的现金收支活动，是企业最根本也是我们最关注的现金流来源，因为最终企业的现金流是要依靠自身造血产生的。因此，上市公司会利用投资者关注经营现金流的特点，来对其进行操纵，通过将融资现金流入伪装成经营现金流入，将经营现金流出伪装成投资现金流出来夸大企业创造经营现金流的能力。

投资活动是指购买和出售固定资产、无形资产等长期经营资本有关的收支活动，透过投资活动的现金流，我们可以判断企业的扩张态势和经营战略。通常，企业处于扩张阶段，会有大额的资本支出用于购买固定资产，从而扩大经营，提高自身的竞争力和市占率；反之，企业的业务萎缩，经营活动产生的现金流无法满足日常的营运需求，就会变卖家产换取流动资金，是一种负面行为，但如果剥离的资产是非核心的亏损业务，出售之后有利于集中精力发展盈利的主营业务，那么应当视为利好。

筹资活动则是指债务融资和股权融资以及付息分红等与筹资有关的经营活动，当企业自身产生的现金流不足以支撑其经营活动时，就需要向股东和债权人“吸血”融资；当企业自身能够产生充裕的现金流时，往往会通过分红付息的形式回报股东和债权人。因此，透过该现金流，我们可以判断企业是在“吸血”还是在“挤奶”，判断上市公司是在创造价值，还是一味地向股东和债权人索取支持。

二、现金流是检验利润的唯一标准

利润表容易受到调控，现金流量表受限于实际的现金流和初末余额，造假的难度高，所以是配套检验盈利真假和盈利质量的绝佳工具。

比如我们可以通过计算销售商品和提供劳务收到的现金与营业收入的比值来判断营收的真假，通过计算经营活动产生的现金流净额与净利润的比值来判断利润的含金量。

如果不考虑增值税，完全以现金交易，那么营业收入应该等于销售商品提供劳务收到的现金。但是在实际的交易过程中，销售商品和提供劳务收到的现金是包含代收的增值税的，所以理论上来说，销售商品提供劳务收到的现金应该是大于营业收入的，但实际上因为有些交易是以赊销的形式存在的，所以会对收到的现金产生一定的削减，那么在实际的运用中，这两个比值只要稳定在100%左右，就可以认为是比较正常的。

三、从现金流特性看企业投资价值

1.轻资产优于重资产

不同的企业类型，现金流特性是不一样的，比如轻资产相较于重资产的企业类型资本性支出少，投资活动现金流支出少，自由现金流高，企业享受的估值溢价也会相应高一些。

企业是否主要依靠固定资产来盈利是区分企业重资产和轻资产商业模式的标准，主要依靠固定资产来盈利的是重资产模式。高占比的固定资产，意味着大量的折旧摊销以及不断的资本性支出，企业的自由现金流长期小于净利润，很难有长足的自由现金流去发展新的业务，所以一般情况下，我们会回避重资产的企业类型。

当然这也并不是绝对的，有些资本密集行业的公司，盈利能力十分强大，经营现金流净额远大于资本支出的需求，经营现金流完全可以覆盖再投资需求，那么这样的企业也值得考虑。此外，重资产的商业通常是资本密集型的企业，高额的资本门槛，阻止了新入侵者的威胁，所以重资产的企业往往是剩者为王。

2.“挤奶型”优于“吸血型”

同一企业，不同的成长阶段，现金流特性也不同，成长阶段经营现金净流量往往不足以支撑投资性现金流支出，需要外部债务融资或者股权融资的支持，融资性现金流表现为正；成熟稳定阶段，经营现金流净额不仅能够满足资本性支出的需求，还有大量充裕的资金用于分红付息，融资性现金流表现为负。

结合企业的发展阶段和具体的经营业务，我们可以通过三种现金流的整体

状况，判断企业是“吸血型”还是“挤奶型”，从而规避那些现金流堪忧的“吸血型”企业，投资那些现金流充裕的“挤奶型”企业。

第六节
三张报表的钩稽关系

如果我们发挥那么一点点想象力，那么我们就可以发现，这三张报表看似不同，但其实在描述的是同一个东西，那就是钱。

资产负债表记录的是钱的来源和去处，利润表记录的是钱变多变少的过程，现金流量表记录的是钱流入流出的过程，所有的这些，货币资金、应收账款、固定资产、存货等，本质上都是钱，只不过是以不同的形态呈现而已。

我们看看这三张表是如何联系在一起的：

1.企业首先从股东或者债权人处获得资金，反映为现金流量表的融资性现金流入，在资产负债表上则记增货币资金；

2.企业用获得的资金购买材料、设备、机器、厂房，支付员工薪水，这部分资金沉淀为资产负债表上的存货、固定资产、无形资产等，在资债表上表现为资产的置换，在现金流量表上则表现为经营活动和投资活动支付的现金流；

3.企业利用厂房设备等加工材料，生产商品用于销售，资债表上的固定资产和机器消耗以折旧摊销的形式进入利润表的成本费用，付现的支出进入现金流量表的经营活动支出；

4.企业销售商品并回款，未回的款项以应收账款的形式被客户占用，资债表上的存货并增值的部分以营业收入的形式进入利润表，以现金的形式存在的收入进入现金流量表的经营活动流入，未收到的款项以债权的形式出现在资债表的应收科目。

从上述简单的表述中可以看到，资金转换为各种资产，然后以料工费的形式消耗，以货物或者劳务的形式流出企业，增值之后又以货币资金或者应收账款的形式回来，在三张报表上走来走去，这三张报表就以这样的形式联系在一起。

钱以不同的形态分布，以不同的形态流转，但本质是一样的，都是企业可以拥有或者可以掌控的资源，用会计语言来说就是资产，而企业经营的本质，就是利用资产在时间下获取未来的价值。

所以，资产是财务的核心，是把三张表联系在一起的桥梁，我们可以用一个恒等式来描述这种关系：

资产＝负债＋权益＋（收入-费用）

上述恒等式表明，企业的经营资产可能来自所有者（权益），也可能来自债权人（负债），还可能来自企业自身的经营（收入-费用），而且权益方、负债方、企业经营任何一个方面发生变动，都会引起资产的变动：企业定增，权益增加，资产也相应增加；企业向外借贷，负债增加，资产也增加；企业经营获利，资产增加，企业经营亏损，资产减少。

财务舞弊最常用的手段之一就是虚增收入，而收入的变动引起资产的变动。比如虚增收入，那么必然需要同时虚增资产或者减少负债，而资产中现金的造假难度比较高，容易虚构的就是应收账款，所以我们看见很多的造假案中，虚增利润都伴随着应收账款的激增。那么反过来，当我们看见资债表上应收账款占比很高，或者突然大幅增加，那么就要关注企业是否有虚增收入的嫌疑。

总而言之，三张报表之间存在一种钩稽关系，通过理解这样一种关系，可以帮助我们理解三张报表之间的联系，深化对企业经营的理解，帮助我们有效甄别财务舞弊。

第七节
财务舞弊的常见方式

上市公司财务舞弊常见的形式有——做高业绩以实现IPO、修饰业绩以便增发融资和借贷融资、修饰业绩以实现股权激励、做高业绩以便高位解套、弥补连续亏损以避免退市，等等。简而言之，要么掩饰亏损回避责任，要么修饰业绩获得激励，那么当我们看到一家企业连年亏损，或者股权激励、借贷融资的时候就需要小心了。

财务舞弊有两种基本方式，一种是操纵利润，另一种是操纵现金流。

一、操纵利润

利润＝收入-费用

操纵利润无非两种方式，要么操纵收入，要么操纵费用，而目的则是增加当期利润或者掩饰当期利润以便后期释放。

（一）操纵收入

操纵收入有两种方式，一种是跨期调节，另一种是虚构收入。

1.跨期调节

跨期调节是指提前或者推后确认收入，当企业当期业绩不理想时，公司就有提前确认未来收入的动机，以增加当期利润；当企业当年的业绩很理想，又预计来年业绩将下滑时，公司就有可能通过延迟确认收入来储备利润供后期释放。

提前确认收入的常用手法有——在合同全部履行完之前就确认收入，将远期的收入记为当期收入，将按照项目完工百分比结算的项目在未完成时就全部确认。不管哪一种方法，因为风险和报酬尚未转移，所以仍然有很大的不确定性。比如某工程计划工期3年，合同款项总计10亿，按照工程完工比付款，如果在第一年就将全部合同款确认为收入，则等于将未来的业绩计入当期收入，夸大了当期收入和利润，而一旦发生意外，比如对方资金链突然断裂以致无法支付后续款项，则前期提前确认的收入就可能无法实现。

推后确认收入通常被投资者视为一种利好，当然从会计的角度而言，都是不符合准则的。这也提示我们，看待企业的业绩和竞争力一定要从一个长周期（比如五年以上）去考虑，尽量避免短期业绩波动的影响。

2.虚构收入

虚构收入是指夸大收入和虚构经营收入，比如将营业外收入、出售资产收入和其他业务收入伪装成主营业务收入，或者夸大交易金额，以达到夸大主营业务收入能力的目的；通过设立众多关联复杂的公司和银行账户，系统地伪造购销合同和发票，伪造银行流水来虚构销售生产经营业绩和销售收入乃至现金流。

（二）操纵费用

操纵费用主要有“将当期费用推至未来”和“财务大洗澡”两种方式。

1.将当期费用推至未来

将当期费用推至未来主要有费用资本化、不按实际计提减值和拉长摊销期限等方式。费用资本化是指将本应该在当期扣除的一般经营费用资本化计入资产负债表，以避免当期利润的减少；不按实际计提减值是指本该在当期计提减值的货物、应收账款和其他资产不按实际减提或者少计提；拉长摊销期限是指更改折现摊销的期限，以减少当期折旧摊销的金额，从而减少当期费用。

2.财务大洗澡

财务大洗澡是指企业的并购重组、管理层换届或者连续亏损的情况下，一次性计提大量的坏账损失等，将前期的问题一笔勾销，这种情况通常被市场视为企业“轻装再出发”的利好。

二、操纵现金流

现金流量表以收付实现制为编制基础，受限于期初期末余额，不受折旧摊销、应收应付、递延和主观计提的影响，与资产负债表和利润表相比，可靠性相对较高，但是现金流分融资、投资和经营现金流，这就为现金流的分类提供了选择空间和操纵余地。

现金流操纵的目的主要是为了美化经营现金流，通常的做法是将融资和投资现金流入伪装成经营现金流入，将经营现金流出伪装成投资现金流出以及对经营现金流进行直接操纵。

1.将融资和投资现金流入伪装成经营现金流入

融资性现金流是“体外输血”，经营现金流是“自身造血”，通过将融资性现金流伪装成经营现金流，可以美化企业自身创造现金流的能力，常见的手段有出售回购、互换交易、应收账款保理等。

出售回购：上市公司A可与公司B约定以极其严格的标准销售一批货物，然后B再以不符合标准为理由将货物退回，A向B支付违约金或者加价回购，这就是出售回购，本质上是一种负债融资行为。

互换交易：A与B约定购买B的设备或者为B提供担保或者承诺其他利益，然后B购买A的产品以增加A的收入，这是互换交易。

应收账款保理：又或者A赊销产品给B甚至借钱给B购买A的产品，A再通过银行的应收账款保理业务将应收账款打折出售换取经营现金流入，以夸大当期的经营现金流入。

投资是与企业主业无关的活动，通过将投资收益伪装为经营现金流，也可以达到美化经营现金流的目的。

2.将经营现金流出伪装成投资现金流出

将经营现金流出伪装成投资现金流出，即将费用资本化，将本应该在当期扣除的经营费用和成本计入固定资产、在建工程、非流动资产等非流动资产科目，然后再在以后年度陆续摊销转入费用。

这种费用资本化的行为导致利润表上的支出计入资产负债表，虚增了资产和利润，导致经营现金流净额虚增，投资现金流支出增加。

3.对经营现金流进行直接操纵

对经营现金流进行直接操纵是指结合关联方系统伪造现金交易、伪造银行回单、伪造支票存根等现金交易凭证。

比如万福生科将自有资金转到体外循环，把公司账户资金打入被其控制的私人农户账户，然后虚构原材料的入账，接着再把资金转回公司账上作为销售回款，因为万福生科是从进、销存各个环节系统地伪造采购、销售凭证和银行回单，所以审计的难度较大，手段非常隐蔽。

三、财务操纵的识别方法

无论哪一种操纵手法，都逃不脱三张报表的钩稽关系，更近一步说，逃不

脱“资产＝负债＋权益＋（收入-费用）”这个恒等式，虚增或者虚减任何一个要素，都会引起其他要素的同步变化，把握这一点，可以有效甄别财务舞弊。

大多数财务舞弊的企业都具有以下特征：

1.应收款激增，应收账款天数显著增加

收入的增加必然导致资产的增加（货币资金和应收账款）或者负债（预收账款）的减少，因为货币资金的造假难度高，因此提前确认收入往往导致应收账款的激增，且增速往往大于收入的增速，应收账款的周转天数也显著延长。

2.现金流与收入、利润不匹配

现金流和收入、利润是存在配比关系的，两者的比例通常稳定在一个区间范围，销售商品提供劳务收到的现金流通常大于收入，经营现金流净额也一般大于净利润。如果提前确认收入，则没有与之匹配的现金流，导致营收现金比率和净利润现金比率小于正常值。

3.在建工程和资本支出激增

虚减费用的常用手段是收益性支出资本化，费用降低的同时利润增加，利润增加导致资产的增加，常见的手段是利用资本支出将利润转入在建工程，而资本支出表现为投资活动的现金流出，导致净现金流（经营活动现金流净额-投资活动现金流净额）锐减。

4.小心关联交易

财务舞弊通常伴随着复杂的关联交易，因为关联交易缺乏公允的市场竞争价格，关联公司之间有着千丝万缕的利益关系，所以监控和审计的难度较大，容易形成财务舞弊，对于这种企业一定要评估关联交易在全部交易中的比重，如果比重过大，最好避而远之。

第八节
财报之外：明知是坑，为什么还往里跳？

其实运用一些很简单的、常识性的财务分析技巧，比如非标审计意见的企业不投，上市不满五年的企业不投，经营现金流净额为负的企业不投，净资产收益率低于10%的企业不投，就可以排除大部分的“雷”。但还是有人喜欢炒问题股、次新股，还是有人喜欢在经营活动现金流为负、净资产收益率很低的企业里投机，然后亏得很惨，为什么？

因为从本质上来说，财务分析并不完全是技巧问题，从更深的层次而言，它关乎理念和认知。不是说问题股低收益率的股票就一定没有投资价值，而是投资这些股票需要极高的专业修养，普通人一不小心就踏空了。不说港美，单单沪、深两市就有3000多只股票，作为一个个人投资者，难道从中选不出10只优质股，非要去玩问题股吗？

投资这件事，本质上还是一个人人生观的体现，你是一个什么样的人，十有八九就会选择买什么样的股。

平时生活和工作就不喜欢四平八稳喜欢搞投机的人，到了股市往往也将这种性格展露无遗，同样会喜欢投机，总想着一夜暴富。于是喜欢高成长，喜欢玩壳、玩小市值，五六十倍、上百倍的市盈率闭着眼睛就敢买，喜欢在刀口舔舐鲜血，因为刺激嘛。但是很遗憾，这种人最后往往都在不经意中被刀子割破了舌头。

平时谨慎理智的人呢，到了股市也一样战战兢兢、谨小慎微、如履薄冰。市盈率高了不敢买，业务复杂了不敢买，现金流特性不好不敢买，最后能买的就是一些食品饮料公用事业大蓝筹。低市盈率、低市净率、高股息率，看起来好像不赚钱，结果反而走得最稳。有句话怎么说来着？只要方向对了，就不怕路远，慢慢走，总能抵达终点。

所以说，股市实际上就是一个对人性优劣进行奖惩的场所，强撸的灰飞烟灭，克己的终成大道。像乐视网，早在风光的时候就有很多人善意提醒，说乐视的商业模式有问题、现金流有问题，结果反而被乐粉怒怼。人都有自欺欺人的天性，屁股决定脑袋，只能听进去那些对自己决策有利的话，忽视跟自己想法对立的观点。

但是，如果厨房里跑出蟑螂，就不会只有一只。如果你看出一家企业存在问题，那么不要犹豫，果断抛弃，完全没有必要心痛，你得明白，还有3000多只股票等待你去挖掘。

与有问题的企业为伍，就好比与虎谋皮，好比指望一个婚前就出轨的人婚后能做一个好丈夫、好妻子一样，最终的结果便可想而知。归根结底，都是这些投资者自身的思想有问题，明明有好牌不拿非要选择烂牌。这大概就是一些人亏钱的原因之一吧。

君子不立于危墙之下，怎么回避带坑的公司呢？

首先，要确立正确的态度，“弱水三千，只取一瓢饮”。我们并不需要研究市场上的每一家企业，只需要筛选财务特征最优秀的一二十家企业吃透即可。90%以上的企业都是平庸的，缺乏投资价值，剩下10%的优秀企业在90%以上的时间里都缺一个好的价格。因此，我们首先要学会舍弃，舍弃平庸的企业，舍弃能力圈之外的企业，舍弃价格不合适的企业，只留下优质的企业，等待一个充满吸引力的价格。

其次，宁可错杀，不可放过，将风险扼杀在摇篮里。昔日有人夸扁鹊医术高超，扁鹊说其实在他之上还有个师兄医术胜其百倍，在大病初露端倪时就将疾病扼杀，而自己只有在症状很明显时才能对症下药，结果师兄的名气反而不如自己。投资也一样，防患于未然，见症于未发，这才是最高明的财务分析。看到有疑虑的地方，如果不确定，最好的方式就是果断放弃，宁可错过一次机会，也不可犯一个错误；而最忌讳的，则是明知山有虎，偏向虎山行，火中取栗，自取灭亡。

最后，使用一些常用的排雷方法：

1.回避非标准无保留审计意见的公司

审计是一道防火墙，财报就是审计和上市公司博弈的结果，只要不是标准无保留意见的上市公司，一律过滤。

2.过滤上市不满五年的企业

公司上市前都有积攒利润乃至粉饰利润以便IPO的动机，所以上市之后前几年未必能够持续高增长，加上次新股往往价格虚高，透支了未来业绩，所以一定要等上市公司满五年之后才能考虑投资。

3.小心应收账款大幅增加或者占比过大的企业

应收账占比过大，通常说明产品竞争乏力，企业回款能力差；应收账款会降低企业资金使用效率，还存在坏账的风险；应收账大幅增加，很可能是因为企业的产品竞争力下降，甚至有可能是财务舞弊的结果。

4.小心公司高层大举抛售的情况

股东抛售股票是正常的，抛售不代表一定有问题，但是在敏感的时期大幅抛售股票，是值得引起关注的，毕竟上市公司的高层是最了解企业经营状况的人，管理层大举抛售，有可能是因为公司经营出现了问题，也有可能是股价过高进行套现。

5.注意回避更换事务所的公司

频繁更换或者无正当理由更换会计师事务所，有可能是因为企业造假，原有事务所不愿意出具标准无保留的审计意见。

6.注意回避更换会计政策的公司

无缘无故更换会计政策有可能是想扭亏为盈，折旧、摊销、坏账、减值等的计提方式不同，将影响最终的利润，通过放松计提标准，可以虚减当期费用，让企业扭亏为盈，看起来盈利的企业有可能实际上是亏损的。

7.小心股权激励

股权激励常与业绩挂钩，其间如果企业发生亏损或者业绩不达标，管理层为了使股权激励生效，就有虚构利润的动机。

8.注意有批判力的新闻媒体对公司的质疑

“苍蝇不叮无缝的蛋”，证券市场上有一批专业的打假或者做空人士，如果手中持有的股票被有影响力的媒体质疑，一定要小心谨慎。

9.回避主营业务不清的公司

优秀的公司，通常主业突出、商业模式清晰、产品竞争力强。反之，一个公司什么都干，往往什么都干不好。很多企业从一个细分市场做大做强之后，都喜欢扩大规模，扩张经营范围，结果陷入不相关多元化经营的陷阱。

10.小心配比失衡的情形

很多的科目之间，比如营业收入和营业成本、营业收入和销售费用、营业收入和销售商品提供劳务收到的现金、经营现金流净额和净利润之间都存在配比关系，如果营收增加，营业成本、现金流却没有与之匹配，那就需要小心了。

以上都是很实用的排雷手段，通过以上技巧，基本上可以排除大部分的雷，剩下如果还有问题，那就需要运用更加高明的财务分析技巧深入分析和配套排查了。

其实真正深入研究之后，你会发现，那些业务简单、没有藏污纳垢的科目、财报简洁到令你完全用不上财务分析技巧的公司，才是真正优秀的好公司。

第九节
当我们读财报的时候，我们在读什么？

读财报首先我们要明确我们的目的是什么。

如果是长期跟踪的公司，那么就是定期体检，检查公司的竞争优势是否还在，管理层有没有乱来，经营层面有没有新动向，以及预测公司未来季度年度的业绩和估值。

如果是首次加入股票池，那就是分析公司是干什么的？是否赚钱？靠什么赚钱？这种赚钱的能力能否维持？可以的话大概值多少钱？现在买安不安全？

通常，读财报有两种模式——

第一种是从头到尾按照报表顺序读下去，看到需要注意的地方则标记出来，然后找一下原因。比如看奥瑞金2017年中报，营收微降3%，净利却大降30%，那么自然会想——营收为什么下降，是暂时的还是不可逆的，是不是到天花板了，是销量下来了，还是行业竞争价格战导致单价降低？为什么营收微降，净利却大降，是不是因为亏损的压力造假了？是不是材料成本上升了？是不是期间费用飙涨了？

第二种是带着问题去读报表，核心的逻辑是评估企业有没有竞争优势，我们至少可以问自己以下几个问题：

（1）公司是干什么的？

一句话描述公司的主业，然后思考——这个行业需求强烈吗，有成瘾性吗？需求稳定吗，周期性强吗？是高频次还是低频次？天花板足够高吗，如果到顶了，可以轻松打破或者重构天花板吗？行业的估值上限大概是多少，以公司当前的地位和竞争力，有多大的可能做到第一，能占据多大的市场份额？

（2）公司赚钱吗？

公司赚钱与否首先要看投入产出比，综合评估过去几年的毛利率、净利

率、净资产收益率、投入资本回报率等，看是否高于行业平均且呈现稳步趋升的态势；其次看净利的含金量，计算营收现金比率、净利现金比率，看营收、利润是不是与现金流相匹配，是不是真金白银的利润；最后看赚到的钱是否能自由支配，产线和设备是否需要经常更新，是否需要大量资金维持正常运转。

（3）公司靠什么赚钱？为什么能这么赚钱？

对公司进行杜邦分析，看公司依靠高净利率、高周转率、高负债率中的哪种模式赚钱？按照波士顿分析的思路对公司的业务进行拆解，看盈利最强大的业务和产品是哪些？现有的产品结构是否合理？潜在的业务增长点在哪儿？为什么可以比行业内其他公司赚得多，是因为技术、流程、规模带来的成本优势，还是品牌定位带来的心智优势，抑或是网络效应、转换成本所致？这些优势是否有坚实的基础能够一直保持下去？

（4）在行业中处于什么地位？

公司在整个产业链中处于什么环节，该环节的附加值高吗？面对产业链上下游有话语权吗？整个行业的集中度如何，是否已经渡过了行业内公司厮杀阶段，奠定了行业基本格局？公司是行业老大吗？跟对手差距有多大，能够在多大程度上超越现有的竞争者，能够在多大程度上抵挡新入侵者的威胁？

（5）资产负债状况如何？

经营资产多少来自负债，有息负债率多少？经营资产有多少，金融资产有多少，股权投资有多少？现金等价物多吗，有一边融资一边浪费现金的行为吗？应收账款占比高不高，是不是一年以内的？存货占比多少，会贬值吗？固定资产占比有没有超过30%，产线和设备需要经常更新吗？

（6）现金流状况如何？

营收现金比率和净利现金比率在正常范围吗？经营现金流为正吗？能够覆盖正常的投资需求吗？净现金流为正吗？自由现金流多少，追加投资多不多，管理层有没有乱投资？是“吸血型”还是“挤奶型”？

（7）值多少钱，现在买安全吗？

整个行业大概多少亿的估值，预计公司市占率可以提升到多高的比例，可以达到多少亿市值，还有多少空间？预计下一（季度）年度的销量可以有多少，价格多少，销售额多少？预计下一季度（年度）成本和费用有没有

大的变化，大概是多少？以此推测净利润多少，净现金流多少？当前市值相当于多少倍的净现金流和自由现金流？预期市盈率是多少，按照P＝PE·EPS计算预期的未来季度/年度收益率可以达到多少？分别用10%和15%的折现率计算的DCF估值的上下沿是多少？现在相对估值下沿还有多少上涨空间，如果估值一年内修复至估值下沿，收益是多少？如果三年才达成估值修复，收益又是多少？

基本上，研究一家新的企业都可以按照上述的套路来，回答了以上几个问题，基本上就算把公司过了一遍，低估与否也就摸得七七八八了，是否有进一步研究的必要，也能做到心中有数。

第四章
商业模式决定一切

在分析企业的盈利性时，我们运用了大量的比率分析，比如毛利率、净资产收益率、总资产收益率、投入资本回报率，并且给出了优秀企业的比率标准，但这些仍然只是表面现象，因为从本质上而言，财报只是商业模式的经济量化，商业模式才是决定企业成败的根本。

因此本章节，我们将介绍波特五力分析、价值链分析等多种常用的分析工具，从多个角度判断企业的商业价值，并且进一步阐述，企业只有形成垄断，才能获取超额收益。

商业管理是一个宏大而精深的话题，幸运的是，二级市场投资与企业一线经营还是有区别的，我们并不需要掌握骑术，就能判断一个骑手是不是马术高手，也许我们没有经营一家企业的能力，但我们仍然可以凭借一些基本的商业常识，判断一家企业是否具有持续的竞争优势。

第一节
垄断才有超额收益

资本唯一的目标就是利润，哪里利润高就往哪里去，如果某一个行业或者某一家企业的产品净资产收益率超越市场平均水平，就会吸引新的资本加入，原有的企业就需要付出更高的采购成本，花费更多的销售和管理费用，提供性价比更高的产品和服务，继而导致最终的利润率降低，使得行业或者企业的利润率最终降至市场平均水平，除非你拥有某些特质，能够让自己有定价权，不受市场竞争的影响。

众多研究表明，无差异的竞争导致利润率下降，只有垄断才能持续获得超额收益。因此，如果一家企业能够长期维持超高的净资产收益率，那么说明必然有某些因素支持，使得该企业能够跳出常规的市场竞争，获得超越市场平均的利润，更进一步说，只有那些具有垄断竞争优势的企业，才能持续获取超额收益。

垄断有两种基本形式，一种是先天型，另一种是后天习得型，前者包括行政特许权和资源垄断，后者包括品牌心智、规模成本、转换成本、网络效应等。

一、先天型垄断

（1）行政特许

行政特许指的是国家特许经营的行业，受到国家行政特许经营保护的同时，也受到国家政策的调控。该类型的垄断因为受国家政策调控，价格受到管制，所以未必能够产生超额收益。比如水电，上网电价受到指导，缺乏自主定价权，只能获得市场平均收益。所以这也提示我们，垄断并不必然带来超额收益，只有具有一定的市场自主提价权的企业，才能获得超额收益。

其实资本市场的生态跟自然界的生态是一样的，在天然的庇佑中长大的企业往往因为激励机制不足而甘于安逸，比如很多国企因为行政垄断而低效率，所以那些在恶劣的环境和激烈竞争的夹缝中野蛮生长起来的企业通常具有更为坚韧、持久的生命力和活力，也许更值得我们投资。

（2）资源垄断

先天资源垄断指的是景点、水电、公路、港口、机场等依靠独特的自然资源形成的垄断，具有一定的排他性，替代品的竞争威胁小。

资源垄断型是典型的收费桥模式，优点很多：通常是现金交易，没有坏账隐忧，现金流量充裕，报表简单漂亮；流量和单价都相对稳定，现金流比较稳定，容易测算，无论是简单延续历史数据还是根据量价测算，相对来说都比较准确；分红比较稳定，估值简单，可以用股利贴现模型；毛利率高稳，保证了后续的费用和利润；业绩稳定，分红稳定，熊市抗跌，可以充当类现金资产。

但资源垄断型企业也有一个最大的缺陷，那就是资源垄断型企业虽然占山为王，却难以扩张和辐射，只能寄托于流量的增长、外延式的并购以及单价的提升，增长的空间有限，当然也有高增长或者高增长阶段的资源型企业，取决于具体的企业和发展阶段。

投资资源垄断型企业，应该抱着持股收息的心态，在极度低估时买入，一直持有底仓不动，直到变成干股；或者利用资源型企业股价稳定的特性，把它当作防御型的现金替代资产，在需要的时候以较小的代价转换成现金，买入更具进攻性的低估优质资产。

二、后天习得型垄断

因为国家通常都会有反垄断法，所以真正意义上的垄断很少，因此我们所说的垄断多指企业在后天激烈的竞争中自发积累形成的持续竞争优势，包括品牌心智、规模成本、转换成本、网络效应等，这就是后天习得型垄断。

（1）成本优势

通过规模效应、技术领先和进步流程获得成本优势，这让企业能够以比竞争对手更低的价格提供同等质量的产品和服务，从而在接下来的竞争中占据价格优势。

（2）网络效应

使用某种产品或者服务的人越多，产品或者服务的体验越好，用户价值也就越高。比如腾讯的微信，你可以复制一款同样功能和设计的产品，但是你无法获取同样多的用户，而使用微信的人越多，就越是吸引新的用户去使用这款产品。

（3）转换成本

对于一些专业的软件，比如广联达、金蝶等，因为客户已经长期使用，积累了大量的数据、人才方面的储备，转而使用其他产品的学习和适应成本很高，所以往往会持续使用下去，而不会转而使用其他软件。

（4）品牌心智

定位理论提到，客户的心智是十分有限的，对一个产品能够记住的品牌通常不会超过7个，非常熟悉的品牌通常不会超过3个，在购物时客户不会花大量的时间去比较不同的品牌，而是直接选择心中最熟悉的品牌。所以如果能够占据客户的心智，那么就有了一定的优势。

但也有人认为，品牌不是护城河，只是企业合理定位及运营后自然而然得来的一个结果，而不是企业超额收益的成因。我觉得这需要一分为二来看，对于洗衣机、电冰箱这种产品品质感知程度高的产品来说，品牌本身不具有多大价值，只是一个辨识产品的标签；而对于贵州茅台、东阿阿胶这种品牌文化底蕴比较深厚、产品可感知度相对较弱、情感附加值高的产品而言，品牌本身就蕴藏着不可估量的巨大价值。

当然，我们也需要注意，真正意义上的垄断极少，大多数时候，所谓的垄断都是不可持续的，只是相对竞争对手阶段性的竞争优势而已，带有很强的迷惑性，很容易就随着企业的经营改变而弱化甚至消失，所以我们在欢呼之前不妨多问问自己，这种竞争优势真的是垄断吗？它真的有那么难被攻破吗？它的不变性真的有那么强吗？

那么如何去检测一家企业的竞争优势是否真的稳定可持续呢？这就需要运用迈克尔波特教授的五力分析模型了。

第二节
优势检验：波特五力分析

迈克尔波特教授认为，决定市场竞争的力量有五种，这五种因素的合力决定了一个产业的吸引力和其随后的竞争战略，这五种力量分别是：行业现有的竞争、潜在竞争者的入侵、替代品的威胁、供应商的议价能力、客户的议价能力。

一、行业现有的竞争

行业现有的竞争格局决定了一个产业的吸引力，一般来说，竞争越充分，产业吸引力越差，新兴行业和竞争完成的行业是相对较好的投资对象。通常一个行业都会经历新兴、整合和垄断阶段，行业竞争强度呈现弱-强-弱的态势，行业竞争的强度可以通过企业的数量、行业集中度和行业成长性来判断，表现为毛利率、净利率、销售额的变化，通过毛利率、净利率和销售额、市占率等指标，我们可以判断行业的发展阶段，继而判断一个行业是否具有吸引力，某个具体的企业是否有吸引力。

新兴的市场，各家的市占率都很低，行业尚未整合，大家都过得很好，销售额不断增长，呈现百舸争流、百家争鸣的局面。一个新生的行业，因为市场份额足够大，所以尚未开始激烈的竞争，毛利率和净利率都比较高，高收益率吸引着新的资本加入，这就是新入侵者的威胁。所以我们要分析是否有足够的门槛阻止新入侵者的威胁，比如是否存在高技术门槛、资金门槛，等等。

格局初现的阶段，行业步入整合，大鱼吃小鱼，弱的企业被慢慢淘汰，大家都过得比较辛苦，企业间开始显露差异，呈现七国争雄的局面。行业企稳，市场份额有限，企业之间相互厮杀，不断蚕食对方的市场份额，为了提高自身的竞争力，企业需要对上游的供应商进行议价以降低成本，投入大量的资源以加强营销，在客户的心智中占据品牌地位，以增强对下游的议价和成本转嫁能力，不断的竞争使得产品的毛利率和净利率下降，只有少数有上游议价能力和下游议价能力的企业能够脱离价格战，维持高于行业平均的毛利率和净利率。

随后“马太效应”越发明显，强者恒强，大量不具有竞争优势的企业被淘汰，经过激烈厮杀，只留下少部分有竞争优势的企业，行业整合基本完毕，呈现三足鼎立甚至一家独大的局面。

二、新入侵者威胁

竞争格局决定一个产业的吸引力，如果一个行业尚未充分竞争，有比较高的利润率，往往会吸引大量资本的进入，威胁到原有的企业，导致竞争加剧，原有的企业需要投入更多的资本用于竞争，导致利润率下降。

为了判断新入侵者的威胁，我们需要从企业外的行业环境和企业内部的优劣势进行分析，判断行业是否有法律、资金、技术等层次的准入门槛，企业是否有先发的技术、渠道、成本、品牌优势。比如银行属于特许经营，钢铁汽车是资本密集，空调、电脑有一定的技术门槛，此外率先布局渠道的下沉，规模领先带来成本优势，这些都会阻碍新的入侵者。

三、替代品的威胁

有些产品之间是相互替代的，一种产品价格上涨，可能导致本产品的需求降低，替代品的需求增加。为了避免替代品的威胁，企业必须通过差异化的竞争策略让自己的产品独一无二，对客户形成黏性。

比如白酒会努力使自己的口味独一无二，无可替代，让客户对某一种口味形成依赖或者成瘾；手表、包包等奢侈品会给自身一个差异化的定位，这种定位可能带来品牌形象的溢价，这种独特的魅力使得客户不去选择其他的产品，因为其他产品难以带来情绪上的满足；腾讯、陌陌等社交网站存在网络效应，使用的人越多，就越能吸引新的用户，用户人数越多，产品的体验就越好，这样就对客户形成了黏性；金蝶、广联达等专业软件在某一个领域深耕，使得客户对其形成依赖，转而使用一款新软件的学习成本和经济成本很高，阻止了客户使用其他产品。

四、上游供应商议价能力

要想赢得竞争，成本控制是关键因素，对上游供应商有议价能力就显得很重要。对供应商的议价能力受到很多因素的影响，比如供应商的数量和供货量，供应商产品的差异化程度、从一个供应商切换到另一个供应商的转换成本以及产品本身的质量和重要性。如果能够稳定供应材料和商品的供应商数量很少，缺乏选择，那么企业的经济命脉就掌握在别人手中；供应商所提供的产品价值越独特，转换成本越高，产品质量越依赖于供应商，供应商就越难以被替代，供应商的议价能力也就越强。判断供应商的议价能力可以看应付账款的账期，账期越长，说明企业对上游供应商的议价能力越强。

五、下游客户议价能力

对下游客户的议价能力意味着产品成本的转嫁能力，对下游客户的议价能力同样取决于众多因素，包括客户的数量、产品的差异化程度、客户的转换成本、产品本身的质量和重要性等，基本的规律在于，产品价值越独特，转换成本越高，议价能力就越强。

波特五力分析是对一个企业在行业层次的断层扫描，对一个行业的竞争状况，企业在行业中的竞争地位，对上下游的掌控力和成本转嫁能力进行分析和评估，借以指导企业的经营战略，但是我们也可以拿来分析一家企业是否具有持续性的竞争优势，因为任何一家企业，其最终目的都是为了形成垄断，以获取超额收益。

要判断一家企业是否具有持续性的竞争优势，首先，看它是否在行业内形成垄断，是否占据龙头地位，是否拥有一定的定价权；其次，如果未形成垄断，就看是否提供差异化的产品和服务，只有差异化才能跳出竞争，差异化的意思就是指竞争对手可以看懂你的战术，但却无法从战略上模仿；最后，如果未能形成垄断，也不能提供差异化的产品，就看替代品的威胁，行业的进入门槛，是否需要大量的资本，是否需要较高的技术门槛，是否行政特许。

从概率上而言，已经形成垄断的企业最容易保持其竞争优势，其次是提供差异化的产品，对客户形成黏性或者有一定的转换成本的企业，最后是需要较高的准入门槛的行业，而一个开放门槛、产品无差异的行业，是厮杀最严重，最难保持优势的，也是我们需要极力回避的行业。

第三节
发现未成垄断：竞争战略

一般而言，分辨一家企业是否形成垄断是相对容易的，投资这样的企业也是相对容易的，但是这样的企业往往已经进入成熟阶段，除非像腾讯、阿里这样的平台型企业，否则一般都会表现得增长放缓，因此，我们还会考虑尚未形成垄断但具有一定竞争优势的高增长阶段的企业。

与垄断型企业不同，投资高增长阶段的企业最大的风险在于误判，因为一个尚未完全竞争的行业，竞争格局有更多的演变方向和更大的不确定性，稍有不慎，戴维斯双击就有可能变双杀，所以该如何解决这个问题呢？

答案是竞争战略。

竞争战略是波特教授在五力分析的基础上发展出来的，波特五力是对产业吸引力和竞争格局的分析，行业的竞争格局决定了其后的竞争战略，竞争战略的目的是帮助企业稳定市场地位，提高市场份额，它包括差异化、成本领先和超级细分市场战略。

一、成本领先策略

竞争最常见的手段就是价格战，成本领先策略是指通过规模优势、技术领先和标准化的先进流程使自身的成本低于竞争对手，在保证自身产品品质和性能的情况下再配以价格战将竞争对手淘汰，多见于行业激烈厮杀阶段，目的是挤占对手的生存环境，抢占市场份额。需要注意的是，成本领先并非简单的价格战，价格战伤敌一千自损八百，不仅产品的质量难以保障，还会使行业陷入红海，使企业丧失竞争力，而成本领先是基于战略定位对产品结构、管理流程和制造技术进行优化，加强对上游供应商的掌控能力，再辅以价格战的一种竞争策略。

二、差异化竞争策略

差异化竞争策略是指跳出市场红海，避免同质化的竞争和价格战，通过提供独一无二、与众不同的差异化的产品和服务，比如独特的产品功能和外观设计、个性化的贴心服务、带来归属感和满足感的独特品牌等，对特定的客户群体产生吸引力并形成黏性，从而获得一种溢价。因为这种差异化是独特的，有时候甚至是从整个战略的高度布局的，竞争对手难以模仿或

者跟不上步伐，替代品难以产生直接的威胁，面对客户也有一定的议价能力，所以可以跳出激烈的竞争，获得较高的利润率。

三、超级细分市场策略

超级细分市场与分工、定位和价值链密切相关，现代社会的分工越来越精细化，现在的企业一开始就想全产业链做大做全很困难，就一个行业来说，也并不是产业链上的每一个环节的价值都是一样的，所以可以优先选择产业链价值较高的一个细分环节作为进攻的入口，瞄准自己的目标人群，提供专业化的产品和服务，树立自身专业的品牌形象，对产业链的价值环节形成卡位之后，再向产业链上下游垂直整合，最典型的是福耀玻璃、华懋科技、东方雨虹。

一般而言，成本领先和差异化竞争战略不可同兼，而且要发挥作用往往需要很长的时间，两者必然需要有所侧重，所以企业一定要对自身的定位有着清晰的认识，选择侧重一种竞争战略并且坚定不移地执行下去，反之对自身的定位不够清晰和坚定，执行层面就会混乱，企业很难有长远的发展。

第四节
商业的本质与好的生意

把投资当生意去做的投资者，是聪明的投资者。

——本杰明·格雷厄姆

投资与实业虽然不同，但却有许多相通的地方，思考商业可以帮助我们更好地投资。所以我经常想，商业的本质是什么，一门好的生意，是什么样子？

一、商业的本质

商业本质上就是一个发现需求、创造价值、传递价值、获取报酬的过程，商家通过特定的方式向特定的客户提供特定的产品或服务，帮助用户解决特定的问题，以换取相应的报酬。我们可以拆解为以下环节：

（一）发现需求，定位市场

商业需求本质上是人的需求，马斯洛将人的需求划分为生理、安全、归属、尊重、自我实现五个层次，不同层次的需求，强度、频次和范围是不一样的。有些需求必不可少，频次高，范围广，比如每个人每天都需要衣食住；有些需求弹性会大一些，周期性明显一些，比如汽车。理想的需求是强烈必需的、高频次重复的、大众化的，比如食品饮料、社交游戏，另外一种是相对小众，但是定位精准的，比如汽配和整车这种供应-采购型的。

定位的内涵在于，不同特征的客户群体，其产品需求、消费能力不同，对应的推广方式、销售渠道也不相同，通过生产侧重点不同的产品，设计不同的推广方式、销售渠道，可以获得不同的收益比。比如，高端消费群体一般比大众消费群体具有更强的消费能力，对于产品的外观设计、使用性能要求也更高，两个群体的信息获取渠道也不相同，通过差异化的产品设计，再通过差异化的宣传方式、销售渠道，就可以获得不同的报酬。

（二）提供产品（服务），创造价值

商业的本质就是通过为客户解决需求来创造价值，伊利解决了人们喝奶的需求，双汇解决了人们吃肉的需求，茅台解决了人们喝酒的需求，森马解决了人们穿衣的需求，万科解决了人们住房的需求，腾讯解决了人们社交联系的需求，通过发现痛点、解决问题、应对需求，公司创造了价值。

价值有很多种形式，有些是单纯帮助人们解决了一个实际的问题，有些是带给了客户不一样的感受和体验（品牌），有些是帮助客户节约了资金（便宜），有些是帮助客户节约了时间（便捷），有些是提供了更好的产品（性能），等等。

价值是吸引客户的原因，这里有两层意思,一层意思是，公司的价值主张必须与客户的需求匹配，也就是说定位必须准确，必须能够抓住客户的痛点，满足客户的需求；另一层意思是，公司必须能够提供比竞争对手更高的价值，比如更优质的性能、更便宜的价格、更快捷的服务，这是客户付费的根本原因，也是客户黏性的来源。

（三）传递价值，获取报酬

发现了客户需求，制造出了满足需求的产品（服务），接下来要做的就是将产品（服务）传递给客户。

首先是品牌宣传，品宣的目的是让客户了解到公司的产品，突出产品独特的、差异化的价值，提升产品在客户心智中的地位。品宣离不开定位，最好的工具仍然是用户画像，分析潜在用户的信息获取渠道有哪些？哪些渠道关注度最高，推广的成本效益最好？如何根据关注度、用户数、自身资源对渠道进行取舍？

做好了品宣，接下去就是销售，客户通过什么方式联系商家，是线下还是线上，两者如何配置资源？通过什么方式销售，是直销还是分销，是自建渠道物流，还是交给经销商去做？通过什么方式回款，采用什么销售策略？

最后，并不是产品卖出去就完事了，这里最少可以问三个问题：所销售的产品需要售后吗，如何对客户进行售后服务？我们希望与客户保持何种关系，是一次性买卖，还是通过提供经常性的售后服务收取服务费用？如何进一步提高销售额，如何进一步挖掘客户的潜在需求？

二、什么是好的生意？

理解了商业的本质，自然也就理解了好的生意。

（一）好生意有好的需求

好的生意一定有好的需求，这种需求最好是必不可缺、高频次重复的，长期稳定存在的，它可以是生存必需的物质，比如食品饮料、医药健康，也可以是精神的成瘾享受，比如影视直播、社交游戏。人的需求基本符合“生存-品质-享受”的顺序，因此最底层的需求是衣食住（森马、伊利、万科）和医药健康（恒瑞、康美）的需求，其次是品质升级改善条件（格力、丽江）的需求，最后是精神娱乐的享受（茅台、陌陌）。

除了需求的频次、强度，还要注意需求的天花板，最好是没有天花板的或者天花板可以不断轻松重构的，不能一下子就到顶了无法扩张了，它应该具有广阔的前景，营收和利润能够跳跃性甚至爆炸式地成长，比如银行没有天花板，连锁店可以不断地进行复制，快消品可以高频次重复消费，食品家电可以通过扩充品类的方式不断扩张，而最厉害的是数字产品，完全虚拟，边际成本接近于零，不受原子世界物理法则的限制。

(二）好生意定位精确

一个好的生意必然是有所取舍，定位清晰的。

首先，这是一个分工高度专业化的社会，除非你是平台型的公司，否则通吃的难度会很大，因此最好还是选择一个超级细分的市场切入，比如雪球定位的是专业投资者讨论社区，避开了微信、QQ的社区垄断，而且因为足够细所以好发力，定位准确、资源集中，容易做到第一，长尾时代，细分领域的龙头可以过得很滋润。

其次，产业链的不同环节，企业的生存环境和价值创造能力是不一样的，一个传统的行业大致可以分为上游的供应商，中游的制造商，下游的经销商和消费者，一般来说，越接近原材料端，产品的附加值越低，价值创造能力越弱，越接近品牌端，产品的附加值越高，价值创造能力越强，一个聪明的经营者，会根据自身的能力和优势，选择产业链中价值较高的环节切入，或者率先布局行业的入口完成卡位。

最后，不同的客户群体，其产品需求、消费能力是不同的，需要不同的产品设计、制造流程、推广方式、销售渠道，供应链管理的难易程度也是不一样的，混乱的定位会导致混乱的产品结构、复杂的供应系统，增加管理的难度，降低管理的效率，而清晰的定位带来简洁的产品结构，标准化的供应链管理流程，能够提升管理效率。

三、好生意价值链突出

迈克尔波特认为，每一个企业（就一般意义的传统行业而言）都是由研发、采购、生产、销售、售后等活动组成的集合体，企业的价值就是由这些活动所创造的，这些活动可以分为基本活动和支持活动，基本活动包括生产销售、进料后勤、售后服务等，支持服务包括人事、财务等，正是这些互不相同但是又互相关联的生产经营活动，构成了企业价值创造的过程，这就是企业的价值链。

价值链的内涵在于，每一项活动对企业的价值创造的贡献是不一样的，通过价值链分析，可以帮助企业认清自身的竞争优势并加以强化，同时找出价值链上的弱势环节进行调整，从而创造出新的竞争优势。比如苹果公司，擅长设计和研发，就发挥自己的专长，专心设计和创造品牌，将低附加值的生产制造环节外包出去，通过这样一种加加减减的方式，凝聚自身的核心竞争力。

也就是说，企业所有的运营都是围绕价值链来进行，通过把握价值创造的核心经营活动，设计差异化的产品，提供差异化的服务，凝聚自身的核心竞争力，把不必要的环节外包出去，配合必要的品牌宣传，把自己的产品和品牌打入消费者的心智，对潜在客户形成吸引力，品牌和产品的号召力在“马太效应”下会越来越明显，后来者难以竞争，就能逐步强化形成寡头垄断，面对上游供应商和下游客户就有了一定的定价权，算是把一个细分市场做到了极致，这个时候就可以考虑向产业链上下游整合，相关领域多元化一体化发展。

四、好生意有好的财务特征

好的需求叠加精确的定位，再加上突出的价值链管理，就能够把握需求挖掘、价值创造、价值传递等各个环节，最终获得满意的回报，这种回报以财务语言重述，表现为优异的财务特征。

在资产负债表上，表现为健康的资本结构，合理的资产分布，不断增加的净资产；在利润表上，表现为合理的产品结构，不断增长的营业收入，合理增长的营业成本和期间费用，稳定增长的利润，出色的资产回报率；在现金流量表上，表现为强劲的经营现金流入，潜在效益可期的追加投资，实打实的股息分红。

当然，以上阐述过分简化，还有许多未尽的地方，比如不同的产品形态，其吸引力是不一样的，好的生意，其产品边际成本可以不断降低，比如微信的网络效应，保险的规模成本。另外，本文的阐述也过于理想化，真实的企业经营远比这复杂烦琐艰难得多。幸运的是，就投资而言，我们不必如此劳神费脑，也不必承担巨大的经营风险，投资最优雅的地方就在于它强大的流动性，我们完全可以跨行业分享企业高速增长的红利，更可以跳

过企业时局不明激烈厮杀的阶段，直接投资已经形成垄断的强势企业，我想，这也是投资相对实业最具魅力的地方。

但是经常地进行这样的一种思维训练，无疑可以帮助我们更加深入地理解企业经营，把握公司价值，也让我们面对股价波动时能够更加笃定，以更为坚定长远的眼光来面对投资。

第五章

估值的奥义：无须精确，够用即可

第一节
估值的释义、起源和发展

一、估值的释义

广义的估值，指的是对各种经济事件的量化，但就投资的估值而言，就是指对金融资产的价值进行评估，更准确地说，是基于未来的不确定性对金融资产未来的现金流进行折现。

二、现金流折现

现金流折现（Discounted Cash Flow，DCF），即指资产的价值等于其可预期的未来现金流的现值，它有两层基本含义，一是未来现金流，二是折现，DCF的关键是预测现金流和确定风险调整的折现率。

举个简单的例子：我们用100万元投资一个项目，未来五年每年可以获得50万的回报，假设无风险利率是6%，那么该如何评估该项目的投资价值呢？

首先确定未来的现金流，第一年是投入100万，现金流为-100万，未来五年每年获得50万的收入，现金流为50万、50万、50万、50万、50万。

因为金钱是随着时间不断贬值的，会越来越不值钱，明年的105元也许只相当于今天的100元，所以需要把未来的钱按照一定的利率打个折扣换算到现在。因为无风险利率是6%，也就是说，100元钱随便放着一年后就能变成106元，而我们投资该项目需要承担一定的风险，所以我们要求一个必要的风险补偿，假设为2%，那么我们的折现率就可以确定为8%。

那么最终，该项目换算到现在的现金流为：

$$PV=-100+50/1.08+50/1.08^2+50/1.08^3+50/1.08^4+50/1.08^5=99.61\text{万}$$

也就是说，投资该项目现金流净额的折现值为99.61万元。

在上述案例中，已经表明了现金流折现的基本要素——预期的未来现金流和折现率。当然实际的运用要复杂得多，通常的做法是根据企业在市场的竞争地位和增长空间预测其销售额和价格，从而预测净利润，然后对净利

润进行调整得出一个5—10年期的自由现金流，接着计算一个永续终值，最后折现相加得到现值。

三、现金流折现估值的起源和发展

最早的现金流折现估值大概起源于欧洲，那时候的精算师开始运用复利换算表计算航运保险的保单价值，现金流折现开始有了雏形。

股票诞生后，分红成为早期投资者获取投资收益的主要方式，19世纪20年代，欧文·费雪提出了红利折现模型，成为早期股票估值的圣经，奠定了现代现金流折现的基础。

大萧条之后，格雷厄姆以一己之力奠基了证券分析的基础框架，对于证券分析和股票估值有着众多精妙绝伦的描述，同时期的威廉姆斯在红利折现的基础上提出了基于盈利而非红利的现金流折现。

1962年，戈登集各家之大成，提出了著名的戈登增长模型，DCF至此已经臻于完善，其后现金流折现不断衍生和发展，众多的金融经济学家对现金流折现和证券分析的原石进行打磨，不断地提出和修正估值的版本，适应各种复杂的金融情境。

时至今日，估值已经成为一门精妙复杂门派众多的学科，但现金流折现估值的内核却始终不变，“预期”“现金流”“折现”仍然是现金流折现估值起源深处的根本哲学，而估值的艺术性也在技术不断的发展和精进中体现得淋漓尽致。

第二节 最早的现金流折现：红利折现模型

最早的现金流折现模型是红利折现模型（Discounted Dividend Model，DDM），在20世纪20年代由欧文·费雪第一次提出。

早期的时候，股票交易所尚未诞生，股票的流动性很差，人们投资股票获取收益的主要方式就是收取股息，而不是赚取二级市场低买高卖的差价。那时候正是美国铁路发展的黄金时期，股票的发行者主要是铁路、公路等公用事业企业，这些企业每年获得可观的利润，定期派发红利。人们认为，投资股票就是购买企业未来分红的预期，股利折现模型正是基于这一理念而诞生的。

事实上，格雷厄姆也曾经提出过一个观点，他认为股票就是一张利息浮动的债券。股票是债券的观点不仅十分有趣，而且意义非凡，因为它暗含了这样一种观点，即投资股票不是为了从二级市场赚取低买高卖的差价，而是为了分享企业内生增长的收益。

股利折现模型认为，股票的内在价值＝预期股利/折现率，比如一家处于行业优势地位的稳定阶段的企业，其现金流非常充裕且过去几年的分红非常稳定，预计未来也没有大的变动和资本支出，预计其未来的分红为每股1元，而我们预期的收益率是10%，那么这家公司的价值为每股1/10%＝10元。

尽管时至今日，企业分红不再如早期那般规律，但是仍然有一些公路、水电等公用事业型企业和其他行业成熟阶段的企业，盈利和分红都比较稳定，可以运用股利折现模型对其进行估值。更重要的是，把股票当作浮息债券，避免了从二级市场投机的心理，有益于我们培养长期投资和股权投资的思维。

第三节
进阶的红利折现：戈登增长模型

股利折现基于股利不变的假设，而实际上股利分配政策是复杂的，可能直接现金分红，也可能股份回购，还可能不分红留待以后，股息也不是不变的，于是面对股份回购，人们提出了增强股利模型，即增强红利＝分红＋股份回购，面对股息增长，发展出了DCF的集大成者：戈登增长模型。

戈登增长模型假设企业的股息从D开始以不变的增长率g一直增长，则按照折现率r股息折现为：

$$P=D(1+g)/(1+r)+D(1+g)^2/(1+r)^2+\ldots+D(1+g)^n/(1+r)^n$$

当n趋向无穷大的时候，整理可得：

$$P=D(1+g)/(r-g)$$

假设某公司当年每股分红1元，分红增长率为5%，预期收益率为10%，其估值是多少呢？代入公式计算可得p＝1×（1＋5%）/（10%-5%）＝21元。

戈登增长模型明明假设企业永续存在，股息永续增长，为什么最终的结果却没有高得离谱呢？原因就在于股息维持不变增长的同时，折现率也在不断增长，如同地心引力一样将估值拉低，我们可以计算第100年的折现值，1×（1＋5%）^100/（1＋10%）^100＝131.5/13780＝0.0095，已经非常小了。换句话说，时间距离现在越近，折现值越大；时间距离现在越远，折现值越小。当n无穷大的时候，折现值是0，事实上，几十年之后的现值就已经非常小了，可以忽略不计。

所以我们通常会对企业股息的增长进行两段或者多段规划，先进行一个5—10年的精确预测，然后对剩下的年限直接进行一个永续的估值（因为实际上几十年之后的现值总和已经非常小，可以忽略不计），这就是两阶段或者多阶段的增长模型，比起不变增长，该模型更贴近真实的情况。

仍然假设某公司的初始分红为1元，假设前五年的股息以8%的速度增长，5年后以5%的速率永续增长，预期的目标收益率即折现率为10%，则其内在价值计算过程如下：

首先计算前五年的现值为：

$$P1=1/(1+10\%)+1\times(1+8\%)/(1+10\%)\hat{}2+\ldots+1\times(1+8\%)\hat{}4/(1+10\%)\hat{}5=0.909+0.893+0.876+0.860+0.845=4.383\text{元}$$

然后计算永续折现值为：

第6年的股息为1.08^4×1.05＝1.4285元，因此永续估值为1.4285/（10%-5%）＝28.57，折现得P2＝28.75/（1＋10%）^6＝16.229元，最后计算最终的估为：

将规划期的现值与永续折现值相加得最终的估值

$$p=p1+p2=4.383+16.229=20.612\text{元。}$$

假设我们对企业已经进行了商业层次的定性分析，确保了企业具有持续性的竞争优势，未来很有可能继续保持当前的盈利增长趋势，那么假如当前股价低于20.612元一定程度（比如低于15元）那么我们就可以认为该企业被市场低估且存在一定的容错区间，值得考虑买入。

戈登增长模型（多阶段增长模型）虽然相较于原始的红利折现模型有了很大的完善，但也不是没有局限，其难点在于预测规划期的分红和永续增长率，而且企业必须分红，如果不分红或者预测不准确，该模型的准确率将大打折扣甚至无法使用。

第四节
潜在红利模型：股权自由现金流折现

早期投资以稳定的股息收益为主，在此背景下诞生了分红不变的股利折现模型；后来随着交易制度完善和企业创新，企业利润分配的方式不再局限于现金分红，还发展出股份回购的方式，人们又提出了股利增强模型，再后来为了适应股息增长的情况，又提出了戈登增长模型，至此可以说是相当完善了。

但在很多情况下，尤其是企业成长阶段，企业为了扩张并不进行分红，那么对指望通过分红获取收益的投资者而言，如果运用红利折现模型的思想，企业的投资价值为零。而实际上留存收益虽然没有在当下分配，但却可以在企业内部滚存增长，在未来合适的时机发放给股东，相当于未来的潜在红利，所以为了应付不分红的情况，人们提出了潜在红利模型，这就是股权自由现金流折现。

股权自由现金流折现考虑的是股东所享有的自由现金流（Free Cash Flow Equity，FCFE），然后对权益成本进行贴现。

一、股权自由现金流

折现需要对企业现金流进行一个为期5—10年的精确预测，根据其行业地位和增长空间预测其未来几年的销售额以及可能发生的费用，从而预测其净利润，然后在净利润的基础上进行折旧摊销等一系列调整，得到其股权自由现金流：

股权自由现金流＝净利润＋折旧摊销-资本性支出-营运资本增加额

折旧摊销是因为资本支出置换的固定资产等长期资产不是在一个会计期间损耗完的，相当于费用前置了，在后续的会计期间摊销时是非现金支出，因此要在净利润的基础上加回去。而资本支出则是维持企业竞争和扩张必须投入的资本，需要减去。从理论上来说，净利润和现金流长期趋同，资本支出和折旧摊销是长期收敛的，在估算永续的时候，折旧摊销额应该等于资本支出额。营运资本是指参与企业运营的资本，等于存货＋应收账款-应付账款。

完整的自由现金流公式比较复杂，所以在实际计算中，可以直接用净利润

乘以一个折扣系数或者用“经营活动产生的现金流净额”减去“购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”一栏的金额，当然前提是已经对企业进行定性分析，并且该企业已经是稳定经营的阶段，自身的经营活动现金流充裕，预期未来的投资支出很少。

二、折现率（权益成本）

投资有机会成本，我们在投资股票的同时就失去了从其他地方获取收益的机会，所以我们投资股票会要求一个最低的收益门槛，这个门槛就是我们投资所能获得的最高的无风险收益率，一般认为是长期国债收益率。同时，我们投资股票还承担了比投资国债更高的风险，所以还要求一定的风险溢价，因此权益成本可以表述为权益成本＝无风险收益率＋必要的风险溢价。

风险溢价取决于被投资对象的经营风险和市场风险，也取决于投资者本身的认知水平和风险偏好，对于投资而言，关键的问题不在于精确地计算权益成本的多少，而在于判断折现率是否足够，如果按照10%的成本贴现，所投资的对象不算低估，那么按照9.99%的权益成本贴现，也绝对不会安全。所以权益成本只需要在一个合理的范围即可，通常我们直接取8%—15%，对于不确定性大的成长阶段的公司，如果用DCF估值，保守可以取到30%—50%。

三、永续增长率

现金流折现假设企业永续增长。增长率的高低取决于企业的竞争优势，所处行业和企业发展阶段。拥有强势的竞争地位，可以高一些；竞争能力较弱，则应该保守一些。医药和消费类企业，需求和业绩都比较稳定，通常比其他行业高一些；处于成熟阶段的企业通常取2%左右，处于成长阶段的企业可以高一些。增长率经验值为4%左右，少数情况下取6%—8%

由于现金流折现值主要由永续终值折现构成，所以永续增长率的微小变动都会引起终值的巨大变动，导致结果发生巨大的落差，因此我们在估值的时候，一定要保守保守再保守。

四、股权自由现金流折现

因为股权自由现金流折现本就是脱胎于红利折现模型，股权自由现金流被认为是未来的红利，因此我们直接将戈登增长模型中的红利替换为自由现金流，即得到了自由现金流折现模型。

P＝FCF（1＋g）/（r-g）

FCF是指股权自由现金流，g是指增长率，r是指预期的收益率。

假设我们预测A公司下一年的自由现金流为20亿，此后五年以15%的速度增长，即未来五年的自由现金流为20亿、23亿、26.45亿、30.42亿、34.98亿，此后以3%的增长率永续增长，我们预期的收益率，即折现率为10%，那么，

（1）该企业前五年的自由现金流折现值为

20/1.1＋23/1.1^2＋26.45/1.1^3＋30.42/1.1^4＋34.98/1.1^5＝18.18＋19.01＋
亿。

（2）永续值为34.98×（1＋3%）/（10%-3%）＝514.71亿，永续折现值为514.71/1.1^10＝319.59亿。

（3）因此，A公司的股权自由现金流折现值为99.56亿＋319.59亿＝419.15亿元。

（4）在定性分析的基础上，如果A公司当前市值远低于419.15亿元，则认为A公司低估，可以考虑买入。

由于我们是股权投资，所以股权自由现金流是最符合我们利益的一种现金流折现方式，就理论而言，我们在估值中，应当以这种方法为主。但是，在实际的估值中，我们不会单用一种估值方法，而是从多个角度运用定性分析、倍数估值、相对估值、绝对估值等多种估值方法综合考量，给予每一种方法一个权重，最后计算得到一个最终的加权估值。

除了估值，戈登增长模型还可以用来指导企业的利润分配——

企业可以将收益留存用于内部增长，也可以分配给股东让股东拿着分红再投资：

假设利润10元，全部用于分红D，此时的折现率r为10%，股息增长率g为0，那么股价为10/（10%-0）＝100元；假设分红比例为90%，即股息9元，留存1元，如果留存收益的回报率等于折现率10%，那么第二年的每股收益为10.10元，每股股息增长率为1%，g＝1%，股价还是9/（10%-1%）＝100元。

即，当留存收益率与股东再投资收益率相等的时候，分红或者收益留存，价值是一样的。所以当留存收益率大于再投资收益率时，比如公司的ROE

是15%，而股东每年只能赚10%，那么此时企业应该不分红，你应该继续持股；当企业内部增长率低于股东再投资收益率时，比如股东每年能够获得10%的收益率，而公司的ROE只有8%，那么企业应该通过分红降低净资产提高ROE，此时分红是对股东有利的，如果企业不分红，股东应该换入其他高增长公司的股票。

第五节
终极视野：公司自由现金流折现

股权自由现金流折现是站在股东的角度考虑股东所能享用的现金流，如果我们进一步解放视野，把股东和债权人的利益视为一体，站在公司的角度考虑负债方和权益者共同享用的现金流，就得到了公司自由现金流（FCFF，Free Cash Flow for the Firm）。

一、公司自由现金流

公司自由现金流考虑权益者和有息负债的债权人的现金流，因此要在权益收益的基础上加回债权人的收益即利息，最终采用的是税后息税前利润EBIT，即所有资金提供方的收益为：

税后息前利润＝息税前利润EBIT·（1-税率）

然后在此基础上进行折旧摊销的调整得到最终的公司自由现金流：

公司自由现金流＝息税前利润·（1-税率）＋折旧摊销-资本支出-营运资本增加额

在这里需要强调的是，虽然学术上认为折旧摊销是当期非付现成本，是可以自由支配的现金，但是别忘了，这笔费用不仅真实存在，而且实际上还前置了，在资产尚未产生收益前就已经全部足额支付，而且很有可能在折旧之后还需要追加投资，所以算不上真正的自由现金流。

二、折现率：加权平均资本成本（WACC）

公司法要考虑所有资金提供方的成本，即对有息负债的成本和权益成本进行加权处理。

加权平均资本成本（WACC）＝权益成本·权益/（权益＋负债）＋负债成本·负债/（权益＋负债）·（1-tax）

权益成本的确定与股权自由现金流折现中的折现率确定方式一样，无风险收益率加风险溢价，按经验值大约取10%；负债是指有息负债，有息负债的成本可以根据利息率精确地确定，因为利息可以在税前抵扣，因此降低

了税收支出，所以要根据税率扣除。比如负债成本6%，税率25%，那么实际的负债成本为6%×（1-25%）＝4.5%。

假设一家企业权益成本10%，债务成本6%，税率25%，有100亿的权益资产，50亿的有息负债，那么其加权平均资本成本WACC＝10%×100/150＋6%×（1-25%）×50/150＝8.2%。

第六节
现金流折现是一种思考方法

现金流折现无疑是理论上最美的公式，现代现金流折现模型也已经非常精美，很多的估值模型都是黑盒式的，只需要输入预测的增长率，模型就会自动输出一个结果，连巴菲特也认为现金流折现是最科学的估值方法，但是查理·芒格却说，他从未见过巴菲特按计算器这么计算过。

为什么呢？

我想这不仅是因为DCF参数的敏感性，增长率和折现率的微小差异都将导致结果的巨大落差，更因为从本质上来说，投资领域的现金流折现更多是一种思考投资的方法，而不是一个据以计算估值的公式。

要知道，DCF是基于未来的现金流，而企业经营的未来是不确定的，所谓的估值，只是一系列可能的未来的集合体，并不存在一个唯一意义上的精确值。所以对于我们投资者而言，比起思考如何提高估值的精确性，更具思考意义的也许是如何看待这种不确定性。

大约在文艺复兴时期就有了现金流折现的雏形，接着红利折现模型出现，后来又发展为基于盈利而非红利的折现，集DCF之大成的戈登增长模型、现代现金流折现以及众多衍生的细分流派。时至今日，现金流折现已经发展了几百年，但是其朴素的思想内核从未变过，那就是永续经营、预期自由现金流、折现，如同复利公式一样，我们可以从现金流折现公式领悟很多思想。

永续经营

财务和估值都是基于一个基本的假设，即企业作为一个法人是可以永续经营的，至少在可以预见的未来，是可以持续经营的，所以我们选择的投资对象，必须是能够长期稳定经营的，我们所有数字层面的比率分析和现金流折现估值，都必须基于企业商业定性分析的基础。

举个极端的例子，假设一个投资者根据历史数据推测一家公司的未来数据，貌似精确地计算了预测的自由现金流，但是最终这个企业却倒闭了，那么所有的一切都失去了意义。因此，我们投资的企业必须是能够长期稳定经营下去的，而如何判断企业能够持续经营，就又回到了财务分析和商

业的本质，需要我们对企业的财务效率进行剖析，并且进一步分析这种非凡的财务效率的商业根源。因此，估值并不是一个简单的数值计算，而是商业定性和数字定量综合分析的过程。

根据过去预测未来

可预期，也就是说，资产的价值是面向未来的，企业的现金流必须有一定的可预测性，亏损企业、现金流不稳定的企业都不适合用现金流折现估值；同时因为是预期的，所以估值必然是测不准的，这就决定了我们在预期的时候尽可能做到保守估计，买入时赋予一定的安全边际，持股做到分散。

未来并不必然沿着既有的轨迹运行，从历史数据推导未来本质上是对历史业绩的成因能否继续保持的分析而不是数字的简单延续；过去的一切都是沉没成本，资产的价值随时可能发生变化，投资决策就是不断根据新的信息作出新的决策，买入资产实际上就相当于买入了一份实物期权；面对未来无法准确预测的事实，容错机制比试图精准预测更加重要。

自由现金流

现金流折现是基于净现金流，而不是利润，企业可以不盈利，但没有现金流会死，对于企业来说，现金流才是最重要的，而且只有可以支配的自由现金流才有意义。此外，现行的权责发生制使得利润带有欺诈性，我们所看到的利润很容易被调控，只是一个数字而已，而现金流的造假和调控的难度高，关注现金流而非利润，可以有效避免财务舞弊。

折现

要折现是因为金钱有时间价值，折现率的取值取决于无风险利率以及风险溢价。折现率越高，得到的现值就越低，保障系数也就越高，高折现率可以使你更安全，也可能导致你错过机会。由于企业的内在价值是测不准以及动态变化的，通常我们可以取上下两个值确定一个区间，就得到我们估值的乐观值和悲观值，这是我们据以买卖的决策依据。

容错比不犯错重要

要对资产进行现金流折现，需要做两件事情，一是预计未来的现金流，二是确定折现率。这两件事都是需要主观预测的，而任何需要人为预测的事情，就必然因为人固有的思维缺陷和人性的贪婪与恐惧而导致潜藏的问题。所以，承认这个事实，比起努力让自己不犯错，通过保守预测、安全

边际、组合分散来容错是更加重要。

估值无须精确，够用即可

个人投资的估值和其他领域的估值最大的不同在于，我们并不需要精准，并不需要花费几个月的时间参考几百家可以类比的数据来进行预测，只需要判断估值足够即可，模糊的正确胜过精确的错误。

就算你不会用DCF公式计算，那也没有关系，你可以把现金流折现公式改装一下。比如不去预测企业整个存续期的现金流，而是直接截取未来20年或者30年的现金流，因为30年后的折现值已经很小，完全可以忽略不计。不会用完整公式计算自由现金流，那也没有关系，直接用经营现金流净额减去投资现金流即可，再不行直接用净利润乘以80%这样的折扣系数。

就算你只懂小学数学，你也可以给股票估值，即尽可能寻找有形资产作为估值的底托。比如借鉴格雷厄姆的清算价值，把所有的有形资产按照不同的折扣换算成现金，扣除负债之后去和市值比较，如果清算价值大于当前价格，同时企业的经营层面没有问题，那么企业就是被低估的。

上面两种方法在专业的投资者面前似乎难登大雅之堂，但这就好像武侠中的招式，面对凌厉的攻势，从敌手的裤裆中滑过，虽然可能不太优雅，但是却可以帮助你躲过致命的招数。我们要的不是精致优美的学术，而是简洁实用的工具，就投资而言，估值无须精确，够用就行。

第七节
粗暴折现：倍数估值法

倍数估值就是指将当前市场价格与企业的某些业绩指标相比，比如市价与净利润的比率市盈率、市价与净资产的比率市净率，等等。

市盈率（PE）

市盈率是市场对净利润的估值，表示的是用多少钱去购买股票背后的公司盈利的能力或者说投资回收本金需要的时间。例如一家企业当前市盈率为20倍，则如果企业保持当前的盈利能力，需要20年收回本钱。

市盈率可以视为一种简单粗暴的感性版的现金流折现，即在不考虑应收和资本支出的情况下，认为净利润即现金流。PE为20表示企业的当前现金流为x元，未来整个存续期的现金流的折现值为20x元。

决定PE高低的通常是投资者对利润增速的预期，PE低通常是因为投资者预期公司的净利润增速慢，PE高通常是因为投资者认为企业的利润增速高。业务相同，净利润相同的两家企业，如果一家净利增速为20%，另一家净利增速为15%，则增速为20%的企业通常会享受更高的市盈率，这就是投资者对于净利增速预期的溢价。

一般而言，PE越低说明股票越便宜，PE越高则表示回本时间越长，也就越贵。

需要注意的是，PE只适合给市场指数和那些盈利稳定的企业估值，对于亏损企业、周期型企业和微利型企业都不适合。

市销率（PS）

初创型和衰退型的亏损企业的净利润常常是负的，无法计算市盈率，对这些企业的估值通常是基于现金流状况和销售额以及对利润进行正常化处理。企业可以没有利润，但只要客户还在购买其产品，还有一定的销售额，同时有足够的现金流，能够维持正常的经营，那么通过提高管理效率、控制经营成本，就有希望度过当前的困境，将来还有可能业绩反转。

市净率（PB）

钢铁、券商等周期型企业的盈利是不稳定的，也不适合用市盈率估值。市场前景好的时候，盈利能力显得很强大，市盈率很低，但这只是虚假的繁荣，是昙花一现，如果此时入场，很可能反而是一个陷阱，因为也许很快行业就步入萧条阶段，盈利能力迅速下降，导致市盈率突然变高，需要漫长的周期来消化过高的估值，这就是低市盈率陷阱。对周期型企业（尤其是资本密集型）而言，市净率是比较合适的估值方法，因为企业的盈利能力可能突变，但是净资产通常是比较稳定的，这也告诉我们对企业估值时一定要结合具体的商业进行分析。

市盈率对盈利增速比率（PEG）

初创和成长阶段的企业，盈利能力尚很微弱，市盈率通常显得很高，有时在几百甚至上千倍，也就是说，如果企业保持当前盈利能力，需要几百年甚至上千年才能回本，那是不是说这些企业就没有投资价值呢？

不是的，因为成长阶段的企业，利润不是稳定的，是可以跳跃式增长甚至指数式爆发性增长的。比如一家企业每股净利1元，市盈率100倍，如果下一年净利润增长100%达到每股2元，如果股价保持不变，则市盈率瞬间下降为50倍，如果利润继续增长，股价保持不变则市盈率继续下降。

事实上我们可以用PEG估值法来给成长型企业进行估值，PEG是PE与预期的净利润增速的比值。

PEG＝PE/预期的净利润复合增速

比如某成长阶段的企业当前PE为20倍，根据其所处行业增长空间和市场地位保守估计其未来三年的净利润增速在20%以上，那么其PEG＝20/20＝1。

通常，这个比值低于1则认为是低估，等于1则认为合理，高于1则认为高估。比如一家企业的市盈率为40倍，预期未来两年的净利润复合增速为40%，那么PEG为1，估值合理。当然，不同的行业特性不一样，PEG的合理估值也不同，比如一般行业PEG为1算合理，医药可能高达1.3也还是合理的。

此外，一家企业的PE是由净利润的增速预期来支撑的，一般净利增速超过40%就难以持续了，而一旦业绩不及预期，就可能导致股价大跌。所以我们在预测未来净利增速的时候，一定要保守，宁可错过，不可犯错，否则一旦PE很高的企业业绩不及预期，就是股价和业绩的双杀。

就我个人的经验而言，长期维持10%—20%的净利润增速是比较常见的，

30%—40%阶段性可见，60%以上就比较罕有，或者说难以持续。因此，在商业定性的基础上，20PE以内是比较安全的，30—40PE相对合理，50PE以上就是博傻了。

第八节
找一个参考系：相对估值法

相对估值法，指的是在给企业A估值时，以业务相同、特征相似的企业B为参考，如果A的业绩是B的X倍，那么A的估值也应该是B的X倍。

比如A、B是同一个行业主营业务相同的两家公司，两家企业的盈利能力和财务特征都高度类似，两者的净利润分别为20亿、10亿，A、B当前市值分别为150亿、100亿，那么如果B的估值合理，以B为参考标准，A的合理市值为200亿，当前市值150亿，则A明显低估，此时应该买入A。

相对估值是以市场价格为参考，认为市场价格差会收敛，该估值方法隐藏了一个结论，即被作为参考的公司B本身的绝对估值是合理的，否则以B作为参考来给A估值则是错误的。然而这又形成了一个悖论，即B可以用绝对估值测算合理的估值，那么A与B的特征相似，则A必然也可以用绝对估值计算其合理估值。

所以相对估值法，并不适合用来估值，而适合用来比较，作为估值高低和“搬砖”的参考标准。

仍然以上述A、B公司为例，两公司的市场表现并不相同，假设A公司的合理估值为20倍市盈率，B公司的合理市值为25倍（假设B享受净利增速溢价），那么A公司的合理市值应该为400亿，B公司合理市值为250亿，那么市值合理差额为150亿。

那么当两公司市值差额大于或者小于150亿时，可以在两者之间进行“搬砖”。比如假设A公司市值400亿，B公司市值200亿，此时差额为200亿，远大于150亿的合理差额，那么我们可以把A公司的股份换为B公司的股份。在雪球，我们有时候看到，有些人在国投和川投、格力和美的之间切换，其依据就是这种相对估值差。当然，实际中，我们要考虑费用和判断出错的可能性，需要有一定的差价率才值得这么做。

绝对估值法是以企业自身的估值为依托，认为企业是低估的，市场价格会向企业的价值回归；相对估值认为市场是对的，价格差必将收敛，前者以内在价值为标尺，后者以市场价差为标准，这是两种不同的估值哲学。

第九节
企业现金流特性与估值方法的选择

企业的现金流分经营活动、投资活动和融资活动，企业的发展阶段不同，现金流特性也不一样，适用的估值方法也不同，对企业进行估值时，要根据企业不同发展阶段的不同现金流特性选择合适的估值方法。

一、初创阶段

初创企业，很可能没有产品、没有客户，处于完全的投入阶段，经营现金流和投资现金流为负，主要依靠融资性现金流入的支撑，资金总体的态势是从外部向内部给养。

这一阶段的企业经营风险最大，自身无法产生现金流，还需要外部的资金源源不断地支撑，就像幼年时期的人类，需要父母和家庭的支持和呵护，是最脆弱的阶段，但是也是具有无限可能的阶段，据粗略统计，95%的初创企业都活不过三年，所以该阶段只有风险资本敢于介入。

这一阶段根本无法使用现金流给企业估值，对于企业的评估主要集中于行业的成长空间和商业模式的可行性以及初创团队的基因，采用的是广撒网的模式，投资二三十个公司，签对赌协议，寄希望于整个概率。

只要有一家企业获得了巨大的成功，整个投资可能就是盈利的。因为这个阶段的企业，发展是跳跃式甚至指数爆发式增长的，盈利空间很大，所以策略合理，也是可以成功的，这可能是最接近投、融资本质的阶段。

二、成长阶段

初创企业如果幸运地存活下来了，商品开启销售，产品开始占据市场，资金开始回流，开始可以依靠自身的经营获得些许现金流入，就进入了成长阶段，但是因为还在扩张阶段，需要购买更多的材料厂房和设备，自身产生的现金流无法支持投资需要的现金流，所以可能还需要外部融资的支持，这一阶段的现金流特性表现为经营活动产生现金流净额很少甚至为负，投资活动的现金流净额为负，继续依靠融资现金流入。

这一阶段的企业，犹如青少年时期的人类，是生长发育和开始创收的阶段，面对的挑战以及机会也是最多的时候，拥有无限的潜能，如果选择对

了，日后飞黄腾达；如果错了，死于竞争和现金流断裂，半道崩殂。

这一阶段的现金流同样难以预测，主要靠PE、PS以及净利润增速和净资产收益率来估值，最常用的是用市盈率和预测的净利复合增速的比值PEG来估值。通常PEG小于1则认为低估，PEG等于1则认为估值合理，PEG大于1则认为估值虚高。

很多人都喜欢投资成长股，希望享受业绩增长和市场预期的双重乐趣，也就是戴维斯双击，但是需要知道，该阶段的企业经营层面的风险很高，现金流断裂的可能性很大，营收的增速并不意味着企业价值的提升，很多人往往为企业的增长支付了过高的价格，导致投资的失败，一不小心，双击变双杀。

投资这一阶段的企业，需要密切关注企业的经营态势，并且保守估计企业的增长速度，为经营层面的下降预留空间，在预测企业盈利增速时，最好不超过30%，并且以最乐观的增速作为估值上沿，同时做好分散化投资，严格限制资金上限。

有时候，也会用现金流折现法对该阶段的企业进行估值，只不过因为成长企业的不确定性比较大，所以贴现率通常取得比稳定型的企业高得多，通常折现率取30%—50%。

三、成熟阶段

成熟阶段的企业如同壮年时期的人类，自身拥有强大的盈利能力，不再依托外部的支持，反而可以依靠自身产生的现金流回馈股东，所以这一阶段的现金流最为漂亮，表现为充裕的经营活动现金净流入，可以被经营活动现金流完全覆盖的投资活动现金流，以及负的融资性现金流，代表着企业通过分红付息回馈股东和债权人。这一阶段的企业经营业绩最容易预测，现金流最为稳定，适合用股利贴现、自由现金流折现法给企业进行估值。

值得一提的是，市场的交易来自估值的分歧，市场对一家企业的定价分歧越大，交投就越活跃，反之，市场对一家企业的估值越笃定，价格波动就越小。所以我们经常看到，水电、路桥等业务简单、现金流稳定、估值容易的企业股价波动小，科技网络等业务复杂、经营不确定高、现金流不稳定、估值困难的公司股价波动大。因此，买入现金流稳定估值确定的企业，可获得的意外之喜必然要少，而买入业务复杂估值困难的公司，往往可收获更多的市场馈赠，这当中的平衡，则取决于投资者自身的能力和风险偏好。

四、衰退阶段

从理论上来说，公司制的企业是可以无限期经营的，但是实际上绝大多数企业都难逃覆灭，只有极少数公司可以跨越时间的长河一直存续下去，大多数企业和人类一样，由新生而成长，成熟之后慢慢走向衰老。

衰退阶段的企业如同年迈的老人无法工作，难以依靠自身的经营产生现金流，也很难获得外部资金的支持，衰退型的企业如果不能成功转型，就不可避免地要走向破产清算，对于这一阶段的企业，我们应该尽量回避，让给专业的投资者去投资。

在极少数的情况下，衰退型的企业给人的印象太糟糕，以至于其市场价格远低于其内在价值，那么此时我们可以考虑运用清算价值的方法给企业进行估值，进行捡烟蒂式的短期投资。

所谓清算价值，就是不考虑资产的效率，把所有的资产折算成流动资金，扣除负债之后的现金净额。比如货币资金不会折损按照100%来计算；应收账款回收需要时间和精力，同时未必能全部收回，按照80%折算；固定资产难以变现，按照账面价值的20%折算……把各种资产根据变现的难易程度折算成现金，再扣除负债，得到的净额就是企业的清算价值。

在实际的投资中，我们通常会选择能够自己造血的企业，也就是说，只投资那些经验活动现金流净额为正，甚至是自由现金流为正的企业，而回避那些现金流状况堪忧、风险极高的未凸显竞争优势的成长型企业和衰退型企业。

不管企业处于哪个阶段，也不论采用哪种方法，都需要遵循一些通用的原则，那就是对未来的不确定性保持审慎的态度，多种估值方法综合运用，尽可能地保守预测，同时预留足够的安全边际，分散持有，最大概率地保证投资决策整体的合理性。

在实际的操作中会综合运用多种估值方法综合考虑，可以每种估值方法得出一个值，然后赋予不同的权重，重新得出一个加权估值，然后以此为依据，作为最终的参考。比如运用市盈率估值得到估值是500亿，运用现金流折现法得到的估值是600亿，那么假如我们根据两种方法对商业模式的匹配度赋予4：6的权重，则最终的估值是$500\times0.4+600\times0.6=560$亿，这个560亿，就是我们最终的参考值。

第十节
估值：既然测不准，那就让它测不准

我们分析企业，无非是为了评估企业的内在价值，作为我们投资决策的依据。

在企业价值分析的过程中，严重依赖于财务数据，很多人常常直接简单地按照原有的趋势给企业进行预测和估值。虽然这种方法在某些情况下可以用或者不得不用，但我们必须明白，现有的数据仅仅代表过去的业绩，而投资关注的是未来，虽然未来很有可能延续既有的趋势，但这并不成为这个假设未来必将发生的理由。

分析过去的数据，不是简单地把历史数据连成趋势线，然后毫无根据地认为未来还会继续这种趋势，而是通过分析过去的数据，理解这种优势持续的商业层面的原因，判断这种原因能否继续保持，在未来带来同样的业绩，也就是说，比业绩更重要的是挖掘带来业绩表现的原因并判断其是否具有持续下去的可能。

这就是企业价值分析的意义，也是为什么要找商业模式简单、主营业务突出、经营方式稳定的企业的原因，只有相对固定的经营方式和商业模式，支撑过去的理由才最有可能同样适用未来。

即便我们可以认识到这一点，在企业价值分析的过程中，仍然会遭遇一些障碍。

1.信息不足或者不准确

财务报表是我们对企业进行价值评估时作为依赖的信息，虽然有第三方的审计和证监会的监管，但是财务舞弊和粉饰仍不鲜见，我们所获取的财务信息，未必见得真实可靠。

管理层对财报中的数据通常是选择性展示甚至误导性陈述的，就好像一个人面对外界，总是极力展现自身优秀的一面而避免显露自身的不足，如果有不足则进行粉饰和掩盖。

财务数据造假不是什么新闻，管理层基于自身的利益，有时候会故意隐瞒一些不好的消息，利用一次性利得夸大经营业绩，改变固定资产折旧政策扭亏为盈，等等，这些因素导致我们获取的财务信息可能是不准确甚至误

导性的。信息不足或者不准确，这是证券分析要面对的第一个问题。

2.分析工具和操作方法的科学性

当我们去度量一个物体，测量的准确性首先取决于我们度量工具的准确性，用无刻度的尺子或者模糊刻度的尺子，以分米为刻度的尺子和以厘米、毫米为刻度的尺子去度量，得到的数据是完全不同的，我们本身运用于企业分析的方法的科学性决定了我们得到结论的准确性。

即便我们找到了一把刻度正确的尺子，也未必能够准确地测量。因为估值不仅取决于度量工具的科学性，也取决于我们操作方法的科学性，决定于我们自身的思维偏见程度。人类的大脑是不可靠的，带着各种预判性的偏见和非理性行为，而且这种来自人类基因深处的bug是很难消除的，我们得出的结论，往往在不经意中被我们的偏见和潜意识所牵引，从而发生不同程度的扭曲。

3.未来的不确定性

站在未来看现在，只有一种可能，那就是已经发生的那一种；而站在现在看未来，未来却有无数种可能，它是一系列可能的集合体。证券分析很大程度上是基于历史信息和数据预测未来，但是现有的信息和数据能够在多大程度上反映未来呢？

在对企业的未来自由现金流进行预测时，我们通常有两种方式，一种是直接平移假设企业在未来将延续既有的趋势，这种方法直接凭经验和直觉假定一个增长率；另一种是根据行业发展阶段和市场容量、企业在行业中的地位，推算产品的销量和价格，以及可能发生的各种费用，从而推算出利润，再在利润的基础上经过一系列科目的调整得到未来的自由现金流。

不同的行业稳定性不同，准确性也就不同。科技行业更新换代的速度远胜于消费行业，预测起来显然难于经营方式稳定、主营业务单一的稳定行业。选择那些经营方式稳定，现金流和业绩容易预测的企业，比如公用事业以及稳定阶段的食品饮料企业，不失为一种有效的应对方法，但无论哪一种方法，始终不可能做到准确，这是我们要面对的第三个问题。

4.市场本身的变化

企业经营是一个动态的过程，其内在价值时刻在变化，而我们做出投资决策则是基于一个静态的、预测的价值。我们此刻所做出的估值也许处于正确的区间，但却有可能随着时间而发生变化，在价值尚未回归之前就改

变。所以我们需要定期，比如隔三个月或者半年对企业的价值重新进行评估，如同贝叶斯定理一样，不断根据新的信息作出新的决策。

上述四条障碍，明白地传达了一个意思，即企业的内在价值虽然存在（确实存在吗？），但是实际操作中却无法确定，我们永远无法确定价值的具体数值，只能无限逼近，充其量也只能得到一个大致合理的区间。

所以，重要的不是企业的价值几何，而是以目前的价格购买，是否足够安全，就好像判断一个人是胖子还是瘦子，并不需要知道TA有多重，我们要的是那种一眼就能分辨出的绝佳的机会。如果用10%的折现率计算得到的估值不安全，那么用9.999999999%的折现率得到的估值同样也不会安全。

企业价值评估，与其说是一种技术，不如说是一门艺术。

第六章
穿越牛熊

第一节
如何看待市场波动？

巴菲特说，一个成功的投资者不需要懂得很多，他只需要能够理解两件事情，一是如何评估企业的价值，二是如何看待市场波动。前面我们用了几个章节来阐述企业的价值评估，那么这篇文章我们来讨论如何看待市场波动。

一、市场波动的原因

股票本质上是一种权益凭证，代表你拥有一个公司的一部分，因为股权流转的需要产生了交易，股票也因此成为一种特殊的商品。

股价的波动反映的是买卖双方两种力量的博弈，当买入的意志整体大于卖出的意愿，表现为股价上涨；反之，当卖出的意愿整体大于买入的意志，则股价表现为下跌。

虽然股价要么涨要么跌，但是个体层面买卖的原因却可以是多样的，可以是出于资产配置的需要、可以是利好消息的刺激，甚至可以是小散无脑无理由的盲目追逐热点，等等。

股价的波动是非常正常的一件事情，就像人的心电图一样，每时每刻都在上下波动着，有的时候快，有的时候慢，有的时候平缓，有的时候高陡，多空买卖两种力量就这样一直动态博弈着。

二、市场调节的有效性与价值回归

市场的多空买卖这两种正反力量的博弈就像是一种调节反馈机制，保证市场价格在一个大致合理的区间范围内波动（现在我们知道是股票的内在估值区间），也正是由于这种调节，市场得以平稳健康地向前发展，螺旋式上升。

然而问题在于，这是一个由人组成的市场，而人性恐惧与贪婪的弱点注定了这种反馈调节机制可能失灵，表现为市场过热或过冷，也就是我们常说的牛市和熊市。

人类是群体性动物，也就避免不了群体性动物的“羊群效应”，也就是根据

群体的动作来做出决定。这套生存逻辑在蛮荒时代无疑是有效的进化，可以帮助个体迅速地规避风险。然而它也有一个缺陷，那就是把个体的意志交付给了群体——也就是说，哪怕群体的意志是平庸的甚至错误的，个体也只会盲目地顺从，上演人类版的旅鼠自杀小队。

在证券投资市场，羊群效应就表现为个体的意志屈从于市场整体的意志。当市场行情向好，市场有可能保持这种惯性，负反馈的力量弱于正向强化，于是市场向好，越多的人参与该市场，更多的人参与又进一步促进了市场向好，继而又诱惑了更多的人参与进来。这个时候的个体，就像是羊群里的羊，它顺从着整体的意志，哪怕整个羊群被狮子赶往着死亡之地。

所以索罗斯提出了反身性理论，投资者的预期影响着市场，市场符合了投资者的预期，于是又进一步强化投资者的预期，投资者和市场就如此相互影响着，朝着一种虚假的繁荣走去，直至市场盈利不胜过高的预期，最终价格冷脆，市场崩裂。

对于投资者而言，牛转熊无疑是残酷的，A股市场尤其如此，因为尚不成熟，估值可以高到天上，最终回落的时候也就跌得格外疼痛，小散们被戏称为韭菜，悲哀地等待一轮又一轮的收割。但是就长周期而言，这种在冰与火之间的调节又是必要的，虽然残酷，但却保证了市场长期健康发展。

雪球上曾经有数次关于市场有效性的讨论，正反各执一派。尤金法玛的有效性理论是基于理性人的假设，信息能够高效流动、被迅速正确地处理，这种假设在真实的市场上显然是站不住脚的，因为人的理性只表现为利己，却未必见于决策本身，所以沪深多起落，泡沫吹到荒唐，破灭时死伤无数。

但这并不意味着市场就是无效的，因为负反馈过分的时候，股市过分下跌，这个时候少数的理性投资者就支撑了市场。价值企稳，尽管可能继续下挫，可能装死横盘，但是整体而言终究是稳中趋升的。也就是说，市场短期常常表现为无效，但长期而言是有效的，而这一点，马克思已经说得很清楚了：商品的价格围绕价值波动，波动的方向未必与价值同向，但是最终价格会向价值回归。

关于这一观点，有两个绝妙的比喻，一个是格雷厄姆的“市场先生”理论，另一个是“遛狗理论”。“市场先生”的说法是，股价就像是一个八婆，每天在你的耳边聒噪，报出一个个高高低低的价格，蛊惑着你癫狂地买卖；“遛狗理论”是说价格是小狗，价值是遛狗的人，小狗围绕着遛狗人跑来跑去，但是始终受限于遛狗绳保持在有限的范围内。

总而言之，我们需要理解的是，企业的内在价值是由一系列不确定的未来

所构成的，是一个大致的区间；股票的价格时刻波动，并且时常与企业的内在价值背离，但是无论价格如何波动，最终都会向价值回归，这是我们投资的基础之一。

三、如何应对股价波动？

明白了价格波动的原因以及价格终将回归价值，那么我们面对股价波动就相当于有了一把尺子，可以作为投资决策的依据。

股价波动再正常不过，就像人的心电图一样，不波动反而不正常了。正是因为股价常常无理由波动，价值与价格经常错配，这才给了我们以4毛钱的价格买入价值1块钱的优质资产的机会，所以，我们不仅不该抗拒市场波动，反而应该感谢市场波动。

当我们所持有的股票价格发生波动，无非两种情况，要么下挫，要么上升。内心深处我们自然是期待上升，但股价下挫也不见得糟糕，因为股价下跌很可能与企业的基本面无关，市场的非理性导致的抛售常常意味着买入时机的到来，可以有机会收割心仪的股票。

比起股价波动本身，更重要的是，明白这种波动的原因是什么，可能的变动幅度有多大？只有把这两个问题搞清楚了，才能做好应对的策略。

股价波动的原因很复杂，但是可以简单分为两类，一是市场情绪导致的变动，二是公司基本面导致的落差。无论是哪一种，最终的应对策略都取决于价格相对价值的折溢价程度，估值是一切投资决策的锚。

任何一家企业，其市场价格相较于其内在价值都可以呈现折价或者溢价交易的状态，我们要做的，就是根据折溢价程度，作出投资者决策。当市场产生偏见，低估某一优质公司至相当的程度，有一定的误判缓冲基础，我们就可以利用市场的偏见，大胆买入，享受估值修复和业绩增长的双重收益。

买入之后，如果股价在估值中枢附近徘徊，那么应当继续持有；如果价格远超价值，则分步卖出；如果股价不断下挫，那就该分析是因为企业的盈利下降还是市场的非理性情绪导致——如果是因为市场的非理性情绪，那么继续持有；如果是由于盈利下降所致，那么就该分析这种下降是暂时性的还是持续性的，倘若是一时风波则坚定持有，倘若伤及根本则考虑卖出。

从中我们也可以看到，其实买入、持有、卖出的决策基础本质上是一样的，都是根据价格与价值的差，我们应对股价波动，就看价格相对价值的

折溢价程度，因此我们也可以说，择时的本质，就是估值。

第二节
如何应对亏损？

只要一个人投资的期限足够长，亏损就是必然要发生的事实，这一点即使是股神也不能例外，区别只在于每个人遭遇损失的程度以及应对亏损的态度和策略不同。

一、投资为什么会亏损？

要应对亏损，首先我们要明白，投资为什么会亏损？

其实盈亏同源，明白了股票投资的收益来源，也就明白了股票投资亏损的原因。前面说过，P＝PE·EPS，股价由企业盈利和市场情绪共同推动，这两个因素都分别有上升、不变和下降三种方式，所以两者之间一共有九种组合，对应股价的九种变动方式，股价上涨，是因为两者作用合力向上；股价下跌，是由于两者作用合力向下。

1.EPS下降

EPS是驱动股价的根本因素，EPS下降，代表着企业的盈利能力下降，市场通常会给出负面的反应，代表市场预期的PE通常也会随之下降（或保持不变），股价下跌，要保持原有股价，PE必须逆势上涨。

这种可能存在吗？有，但是很少，只有那些基本面极其优秀的企业，遭遇暂时性的挫折，市场对其有坚实的信念，或者概念性特别强、股价与基本面脱节的股票，才有可能逆势上涨；又或者企业虽然亏10%，但是市场原本预期亏20%，结果没有想象中坏，因为预期差反而逆势上涨。但这些都只是暂时的，因为股价最终反映的是企业的业绩。所以我们还是要极力避免盈利下降的企业，当然如果这种下降是暂时性的、偶然性的，企业仍然有坚实的基本面，且估值合理，那么我们还可以考虑逆势买入。

2.PE下降

PE下降，代表市场预期下降，由于PE与EPS的联动性很强，PE通常是对EPS的预期，所以很多时候，PE的下降都是由于EPS的下降引起的，此外PE越高，下降的概率也就越大。

要避免PE下降的风险，靠预测市场情绪是不太现实的，我们唯一能够做的，就是避免买入盈利能力差的企业和市盈率过高的企业，100PE需要100%的盈利增长去支撑，20PE则只需要20%的盈利增长，买入100PE的股票，下跌的可能性远大于买入20PE的股票。

3.EPS与PE同降

最糟糕的情形是代表盈利的EPS和代表市场情绪的PE同时下降，是我们极力避免的情形，这种情形与EPS和PE同增的戴维斯双击对应，被称为戴维斯双杀，多见于成长型企业。

成长型企业因为利润基数小，市场空间大，行业处于弱竞争状态，所以利润增速通常比较快，市场预期比较高，可以享受较高的市盈率。但很多时候，市场情绪是无理由的，甚至是盲目可笑的，有时候决定市场情绪的，不是企业的业绩，而是预期差，也就是说，如果企业盈利增长10%，但是市场预期是20%，那么虽然盈利增长，但是因为不及预期，股价会随之下跌。此外，成长型企业，经营层面的风险往往比稳定型企业大一些，估值又比较高，所以一旦因为竞争加剧、政策调控等原因导致净利滑落不及预期，就很容易遭遇双杀。

从上述分析可以看出，其实盈利和亏损是相对的，都是由业绩和情绪推动，企业不盈利或者买入价格过高，都会导致亏损。所以只要摒弃投机的心理，把握好企业的基本面，关注企业经营的业绩，同时避免以过高的估值买入，亏损的概率就可以大大降低。

二、如何应对亏损？

明白了亏损的原因，那么如何应对亏损，就是一件很明白的事情了。

首先，面对亏损一定不要慌张，不要忙着止损，而应该先分析股票亏损的原因。从本质上而言，我们买入、持有和卖出股票的逻辑是一样的，因此要回答要不要止损这个问题，就需要回到我们买入股票的初衷和逻辑。

我们投资股票，就是抱着把投资当生意的心态，是以分享企业内生增长的收益为主要目标，顺带赚取市场非理性情绪导致的差价，所以我们选择的公司都是盈利性和稳定性综合评分最好的企业，短期的市场报价并不是影响我们投资决策的主要原因，一切都以企业的基本面为决策依据，所以面对亏损，决策的关键在于，企业的基本面与我们当初买入时相比，有什么变化吗？更进一步说，$P=PE \cdot EPS$，股价的下跌，是市场情绪的无理由波动导致，还是因为企业本身的盈利的下降？

如果是因为市场情绪的波动，与企业的基本面无关，我们当初买入的理由依然成立，那么此时止损是没有必要的，完全可以继续持有。我们买股票就是买权益，既然公司的经营层面没有变，我们所拥有的股票份额并没有减少，只是市场价格发生了变化，与我们有什么干系呢？只要公司基本面良好，继续持有，价格必将反映价值，如果此时止损，反而将浮亏确定化了。

如果是企业的盈利下降导致，那么我们就需要仔细衡量这种恶化是暂时性的还是持续性的，是皮毛损失的轻伤还是伤筋动骨累及内脏的重伤。比如只是企业税收减免优惠到期导致，那么这种影响就只是单一年度的，对后续的年度无根本性的影响，可以继续持有。如果是管理层的重大战略失误，企业的产品结构、营销渠道均出现严重问题，导致企业将市场拱手相让于竞争对手，生存环境被对手挤压，投资者判断企业未来的前景堪忧，那么此时止损退出换入其他优质的股权也许是更加明智的选择。

很多人之所以在股价稍微下跌时就草木皆兵想要止损，主要的原因除了没有深刻理解股票投资的本质，没有抱着把投资当做生意去做的长远心态，还可能是因为没有做好资金的期限匹配。

资金有长短，短期资金应短用，长期资金应长用，一如公司经营时用权益性资本和长期负债投入固定资产和生产线的建设，短期资金用于周转，解决流动性问题。股票投资是一件投资回报周期很长的事情，合理的做法是用5年以上用不到的长期闲置资金做长线投资，短线资金买买货基和债基保持流动性能够保值就可以了。

如果是短期资金用于股票投资，承受着外界的压力，就会渴望尽早实现盈利并兑付，不自觉地产生赚快钱的心理，把关注点从企业的基本面转移到股价上。而股价是无法预测的，一旦出现亏损，或者需要兑现成资金，而此时正好处于浮亏状态，就容易导致割肉退出。

总而言之，投资要做好资金的期限匹配，止损与否取决于亏损的原因，如果仅仅是价格的无端波动，那么直接忽略即可；如果是因为基本面恶化，那么就应该仔细衡量恶化的程度和形势，如果恶化伤及根本，及时止损是上策，如果只是皮毛损伤，是暂时性的挫折，那么此时反而应该利用市场过激的情绪，趁机大胆买入，进一步摊薄成本、平滑风险。

第三节
如何控制投资的风险

《道德经》有一种说法，叫作“执虚器，如执盈”，意思是说，拿空器皿的时候，要像端装满水的器皿一样小心谨慎，战战兢兢、如履薄冰，这是一种强烈的风控意识。

投入股市的钱所占家庭财产的比重越大，就越是应该抱着一种谨慎小心的态度，因为财富的积累需要漫长的时光，但是失去它们却可能只是一瞬间的事情。虽然索罗斯说一无所有要投机，但既然选择了复利，就要相信确定性之下的时间价值，摒弃一夜暴富的投机之念，只要方向是正确的，就不怕路远。

股票投资的风险可能来自哪里？

答案是任何地方。可能是一场世界范围的金融危机，可能是一场国家大萧条，可能是行业内的系统风险，也可能是个股遭遇黑天鹅，还可能是投资者本身的认知错误。

但是归根结底，股票投资的风险就两个层面，一是企业本身的经营风险，二是我们二级市场交易的风险，或者说我们对市场、企业的认知带来的心理、操作层面的风险。

作为个人投资者的我们，能够预测和掌控的因素实在少得可怜，幸好，我们并不需要懂得预测，只需要坚守一些常识，就可以防范和规避大部分的风险。

首先，就是坚守能力圈，把投资的领域局限于能够理解的范畴，最大限度地把认知的风险降低。投资有如打牌，如果你只会斗地主，那就不要玩德扑，去投资自己不理解或者不熟悉的领域，就好比打牌却不懂规则和技巧，这不明摆着输钱吗？如果只有一百斤的力气，那么逞强去举鼎只会把自己砸死，而当你把一件简单的事情做到极致，你就可能有机会成为大师。

其次，是深度研究。投资本质上是把知本转化为资本，投资的所有结果都可以归因于认知，所以投资自己是第一要务。虽然市场上的信息是公开的，但是每个人的认知水平和思维不同，决定了信息的获取效率和准确性的差异，这种理解上的差异导致了投资决策的千差万别，深度研究创造根

本价值，站在期望为正的一面，再做好安全边际，结果总不至于太差。

再次，是安全边际。承认自己的认知存在盲点，承认研究的模型可能是缺陷甚至错误的，承认人的思维自带bug，承认很多时候人是非理性的，承认人会选择性过滤不好的信息，盲目搜寻有利于自身决策的信息，承认市场的不可预测和黑天鹅的危害，比起努力使自己不犯错，承认自己会犯错，并且时刻预留容错空间更加重要。

又次，是分散组合。要获取超额收益，集中投资是必要的策略之一。但是持股集中，风险承受能力就变弱了，把仓位控制在即便某一只股票全部亏损也不至于大损元气和心理舒适的位置，就是一件很有必要的事情。视个人的资产和研究水平以及风险承受能力，集中分散在不同行业的3—10只股票就够了。

最后，是独立思考。独立思考永远是一种稀缺的能力，大多数人都只是随波逐流，《乌合之众》一书强调过，群体的意志往往是平庸的，如果你跟大众站在同一边，那么是很难赚到钱的，只有按照自己的思维方式和逻辑去思考股票的本源，忠实于自身的思考和决策，相信理性的逻辑和客观的数据，在市场极度疯狂的时候保持冷静，在市场极度悲观的时候大胆买入，才有可能获得超越市场的收益，永远不要因为自己的观点不被认可就摇摆，永远不要忘了，不能独立的人注定无法成功投资，给你埋单的人只有你自己。

第四节
如何把握投资中的确定性？

投资是一件充满艺术性的事，因为牵扯的因素太多，不确定性太多，你既无法确定大盘短期走势，也无法精确把握一只股票的准确价值。

偏偏投资最怕的就是亏损，亏损10%需要11%的涨幅才能回到原值、亏损30%需要43%的涨幅才能回到原值、亏损50%需要100%的涨幅才能回到原值，所以投资最重要的就是在一个不确定的环境下，去把握投资中确定的因素，去提高成功的概率。

那么如何把握投资的确定性呢？

短期的股价波动难以预测，但是价格必然围绕价值波动，根据价值与价格的关系，把猜测股价趋势变成寻找价格与价值的错配，市场波动的不确定就变成了一件相对确定的事情。

股票短期的价格变化难以确定，但是价格最终会反映股票背后公司的盈利能力和管理水平，忽略市场的短期波动，关注股票背后公司的基本面，筛选盈利能力强、管理水平高、资产结构稳定的公司，就大概率保证了价格的上升趋势，这就把一件不确定的事情变成了相对确定的事情。

外部的经济环境不好预测，黑天鹅不知道何时会突然降临，但是公司的行业竞争地位、资产债务比率、现金流量状况是可以分析确定的，一家具有行业竞争优势、资产结构稳定、盈利能力强大、现金流量充裕的公司，抵抗经济下行风险、耐受经济萧条的能力是强大的。我不知道明天是否会下雨，但是我随身带着伞，不会被淋湿就是确定的。

单只股票能不能赚翻我不知道，但是构建一个组合，把具有充分行业前景和竞争力的公司打包放在一个篮子里，就能大概率保证组合整体是赚翻，甚至只要有一只赚翻了，整个投资就是成功的。

单只股票是脆弱的，一旦遭遇黑天鹅可能就是灭顶之灾，但是通过构建一个组合，把资金分散到几个不相关的行业，投资就有了一定的确定性，也许组合内某只股票会亏损，但就整个投资组合而言，盈利是大概率的。

初创企业的现金流是无法预测的，但是行业格局奠定的稳定型企业的现金流是相对稳定的，回避现金流堪忧的企业，选择那些成熟稳定的企业，预

测未来的业绩就是一件相对确定的事情。

投资，就是在变化中寻求不变，在不确定中谋求确定性，这种确定性可以总结为八个字——“物美价廉，报团守拙”。

物美是指股票本身具有良好的质地，不拘是什么类型的公司，不管是什么行业，但是它必须是盈利能力强大，同时拥有在恶劣环境下生存的能力，在行情反转时反弹能力强，虽然外部的环境无法预测，但是那些拥有优秀质地的个体，生存的概率总是更大一些。

价廉是指公司被低估，投资难免会犯错，问题只在于这种错误是刮伤皮毛还是伤筋动骨，而大幅度的低估则是犯错也能安然无事的保障，相当于穿了一层厚厚的铠甲。我喜欢股灾，偏爱一眼就能看出来的严重低估，它让我有踏实的安全感，买入就代表赚了。

报团是指构建由不同行业、不同风格的股票组成的投资组合，组合是一个绝妙的东西，它就像生态学里的$1+1$，却总是大于2，组合既能够帮助你对抗下行的风险，又能保证上涨的时候你的篮子里总有一个宝贝。

守拙是指耐心和等待，在逻辑推理变为现实之前，要像老狐狸一样耐心和稳重。它又意味着在面对孤独和诱惑的时候深知如何自处。守拙源于对于思考的自信和坚守，源于内心的强大和握持。

物美是一切的根本，是驱动股价上涨的终极因素；价廉和报团是保护盾，是缓冲垫，能够帮助我们避免错误，有时候还能捡到便宜货；守拙是心念，是择善固执，是认真思考之后的独立和坚守，是忍耐和握持。

通过物美价廉，报团守拙，就可以把不确定性变成确定性，把外部的变成内在的，这是我内心的一把尺子，让我心里有一个数，这个数字让我知道高下，带给我安全感。

最终，这种安全感变成证券投资账户里增加的数字。

第五节
如果没有人接盘，你还愿意买入这只股票吗？

如果你不打算持有一只股票十年，那就不要持有哪怕一天。

——巴菲特

一、荒岛十年与打孔机

巴菲特有过两段精彩的论述，一段是“荒岛十年”，另一段是“打孔机”。“荒岛十年”是说，在买入股票的时候问自己一个问题，如果你将在一个荒岛上待十年，其间不能卖出股票，那么你还愿意买入吗？“打孔机”是指，如果你一生只能买卖二十次股票，每买卖一次就在一张卡纸上打孔，打满二十次就不能再买卖了，那么你将如何决定你的投资？

这两个假设式的自我提问都指向一个核心，即我们应当像做实业一样进行投资，关注企业的基本面而非短期市场报价，选择那些盈利强大、管理优秀、现金流充裕的好公司，与它们一起成长，分享企业内生增长的收益。

二、如果没有人接盘，会发生什么？

很多人投资之所以亏损，主要是因为被市场情绪俘虏，其盈利模式是基于后来者的接盘，未能理解股权投资的思维。我们可以做一下简单的分析，看看假如没有人接盘，我们投资能不能获利。

假设公司A的当前每股收益1元，股价20元，对应20倍市盈率，意味着假如我们买下这家公司，如果保持当前的盈利能力，需要20年才能回本。

分析一：

假设公司股权不能转让，只能继续持有，假设每股盈利增长到2元，股价维持20元不变，则意味着保持当前盈利能力，公司只需要10年就能回本，即随着盈利增长，本金回收时间缩短了。

分析二：

假设公司股权不能转让，每年维持50%的分红率，意味着如果维持每股1元的收益，股息率是0.5元，仅依靠分红需要20/0.5＝40年回本；假设盈利增长，每股收益提升为2元，50%的分红率对应每股股息1元，依靠分红需要20/1＝20年，也就是说，如果分红比例保持不变，随着盈利增长，股息也随之增长，依靠股息回本的时间缩短。

分析三：

假设每股收益提升到2元，代表估值的市盈率保持20倍不变，那么股价将上涨到40元，每股浮盈20元，即如果保持估值不变，企业的盈利增长，股价也随之上涨。

从上述三个简单的分析，我们可以发现，企业的盈利增长，分红率不变，股息也随之增长，依靠盈利和分红回本所需要的时间缩短；如果估值维持不变，股价也将随着盈利增加而上涨，更进一步说，即使没有人接盘，我们也可以依靠投资获利。

有的人会怀疑，估值不变，股价随着盈利增长而上涨，不还是依靠别人接盘吗？如果没有人买，即使你的盈利增长100倍也没有用，只有依靠分红才算真正的依靠企业内生增长，不依赖于二级市场交易啊。

发出这种疑问显然是因为没有理解，对于依靠企业内生增长收益获利的投资者而言，股市只是一个提供流动性的场所，分析三中股价从20元上涨到40元是必然发生的（前提是20PE的定价是合理的），这20元本质上是来自于企业的盈利增长，而不是与企业盈利无关的低买高卖的差价，二级市场只是提供了一个将收益兑现的场所，此处的交易只是一个兑现收益的手段，而不是低买高卖的交易本身。

又或者我们可以理解为公司的每股自由现金流现值为40元，现在这个现值只是从投资者A流向了投资者B，而每股自由现金流现值从20元上升为40元，则是由公司本身的盈利所决定的，是与A和B之间的交易无关的必然要发生的事情。

事实上这就是股息折现和自由现金流折现的思维，股息折现认为买股票就是买分红的预期，企业只有分红才有价值；而现金流折现思维则认为虽然当下没有分红，但当下的收益留存之后将在企业内部滚动增长，成为未来的潜在红利。

总而言之，即使没有人接盘，投资优秀的企业一样可以获利。明白了这一点，在股价下跌的时候，就会更加理性和从容，能够以更加长远和稳定的心态来面对投资。

事实上，我们可以在买入股票的时候问问自己，假如买入该股票之后就不能再卖出，你还愿意买入吗？假如股票之间不能流转，不能再低买高卖去博傻，选择了一家企业的股份就不能再后悔，那么我相信每个人都会以更加审慎的态度去投资，会认真去思考企业的市场空间和竞争情况、管理层的品质和能力，以更加长远的眼光来看待一门生意，从而避免被市场短期情绪迷惑，最终获得满意的收益率。

第六节
不预测，只配置

A股横盘的时候港股可能大涨，股票萎靡的时候房价可能高涨，简而言之，不同的资产有不同的周期，但这个周期性是难以预测和把握的，这就需要资产配置。

所谓资产配置就是将资金在不同的资产之间分配，这种配置可以基于市场地域，比如在A股和港股分配；也可以基于投资品种，比如在股票和债券之间分配；还可以基于投资风格，比如在进攻型的成长股和防御型的价值股之间分配。

本文所阐述的配置，是指一个长期满仓的纯股票组合的配置。

一、在组合的风格上配置

一个好的组合一定要涵盖进攻性和防守性，风格配置就是在两种风格的股票之间分配，进攻性的配置多少，防守性的配置多少，或者干脆动态平衡。熊市的时候市场趋于防守，偏好抱团价值收息股取暖，防守型股票可以多配置点；牛市的时候，市场偏好小型成长股，进攻型的小盘股比例可以提高一些。

二、在概率上配置

也可以理解为感性版的凯利公式。凯利公式在仓位决定中的运用，本质上是概率的应用，是确定性的应用。相对陌生的，把握低的，少配置一点；熟悉的，理解透彻的，股价相对价值折价低的，那么多配置点，但是最好有一个上限，淹死的往往都是会水的。如何确定单只股票的上限呢？可以考虑心理的舒适度，意思是说，假设某只股票全部亏损，能够承受的上限，比如我能够最多承受20%的亏损，那么我单只股票的上限就设置为20%。

做到这两点，基本可以保证：第一，不管什么行情，两种风格里面大概率有一种会赚钱，下跌的时候通常有一种能够抗跌，因为再差的市场，也是一定会找一个热点和支撑点的，无非就是价值和成长两种风格。第二，赚的时候吃得饱、赚得凶，因为我们下注的时候不是平均的，仓位决定收益。

三、在股票和现金之间配置

现金是氧化性的资产，放着就不断贬值，购买力不断下降，而股票背后是一家家实体企业，有着实实在在的现金流，是黄金、债券等资产之中长期收益最高的，从这个角度而言，在估值合理的前提下，最好的选择就是长期满仓权益类资产。

现金的价值在于选择权，即在市场下跌之后可以拾取低估筹码的从容，所以从这个角度而言，保留适度的现金是有必要的。折中的选择是利用场内现金管理工具做好现金的保值，或者持有水电、银行等防守收息型资产，这些资产防御型强，抗跌，可以在机会来临时以较小的成本转换为现金，用于拾取低估的筹码。

四、极限测试

其实配置本质上还是一种预测，只不过这种预测不是“市场会怎么走”，而是“市场有哪些可能的走势，最好的可能是怎样的态势，最差的可能是怎样，如果最差的情况发生，我该如何准备才能够承受得住”，通过假设极端的一好一坏把所有的可能性考虑进去，提前做好准备。

比如，估值的时候预测未来的现金流，但是未来是测不准的，怎么办？很简单，先假设一个下限，考虑最差的情况，比如成长企业，历史业绩是40%以上，那我们可以假设未来两年很差，只有15%的净利增长率，算一个估值；然后再按照乐观的40%的净利增速，算一个值，那么在定性的基础上，15pe可以大胆重仓，40pe可以认为是估值的上沿。而实际上，大概率是落在15%—40%这个区间的，可以在股价落在不同的子区间时分批按照不同的仓位买入，而我们15倍以内买入就获得了一个缓冲垫。

又比如，当一个企业有问题的时候，思考的方法也是一样的，不是担心增长空间没了？不是担心新业务有问题？不是担心某部分资产价值？那么我们直接假设最糟糕的情况，假设增长空间是0，假设新业务价值为零甚至造成多少损失，假设某资产的价值是0，然后用这种糟糕情况下的估值去与价格做比较，如果这么糟糕的情况下都是一笔划算的投资，那还担心什么？实际上这就有点清算价值的意思，假设所有资产都是零效率的，不产生增值行为，换算成现金值假设为100亿，现在市值80亿，那还担心什么呢？只要企业正常经营，这些资产肯定是有效率的，其价值绝对超过100亿。

再比如，担心股价不涨怎么办，那我们可以直接假设股价不涨能不能获利，如果股价不涨，依靠内生增长都有15%的净资产收益率，10%的净利

增长，5%的股息率，那还需要担心市场波动吗？

所以考虑最差和最好的情况，进行极限测试，然后做好两手准备，这是一种很好的思想。Hope for the best,but prepare for the worst.

在《孙子兵法》里有一种思想叫作“庙算”，庙是庙堂的意思，可以理解为坐帐军中，庙算就是说，在开打之前，就双方的兵力、武器、粮草、地势、天气甚至国家的政治、军事、经济实力进行推演，判断战争和之后的走势，再决定要不要打，怎么打，怎么预备军队，等等。

投资也一样，我们不预测市场，但我们考虑所有的可能性，为最差和最好的情况做准备，如果最差的情况都能无虞，那么投资自然能做到胸有成竹。

这就是，不预测，只配置。

第七节
如何穿越牛熊？

首先需要注意这里说的牛熊不是指5178这样的一个点，而是一个比较明显的高估区域，比如全市场指数或者中证800等主要的规模指数历史PEPB普遍达到历史80%以上的分位。简而言之，判断牛熊不需要精准，只需要够用，可以参考指数PE、新增开户数、身边朋友的情绪、高估股票的数量等。

一、熊市

熊市是播种的黄金时期，是我们一生可能仅有四五次的重拳出击的机会，最怕的是地上满是黄金却没有子弹，所以最重要的是在整个穿越牛熊的过程中，做好仓位控制，保住本金，保持流动性。

仓位控制可以参考格雷厄姆的股债平衡，参考中证800、中证流通、万得全A等有代表性的全市场指数，比如指数位于历史最低估值区域则可以接近满仓，指数位于历史80%的分位则保证80%以上的流动资金。

牛市后期，分级B可能暴跌，持有高PB高PE盈利能力差的分级A，享受每年7%的利息，覆盖尽可能多的下折、定折、上折，也可以选择隐含收益率最高的分级A轮动。

熊市大量个股遭遇错杀，可投资大幅折价的优质个股，尽量在成长和价值之间平衡，毕竟难保不会二八分化，这一阶段的股票投资逻辑是估值折价修复，仓位一定要重，但是别想着准确抄底，可以随时保留部分现金类资产。

除了股票，也可以买指数基金，碰上极其低估的品种可以梭哈，担心继续下跌可以定投，金额应该比平时大，可以采用目标市值法或者双倍金额定投。

此外还可以布局转债，熊市股票大跌，市场会寻找依托和支撑，转债反而可能上涨。不管什么时候，如果转债跌到跟纯债差不多，价格在面值以下，税后到期收益有3%以上，就是黄金坑，买，越跌越买。

二、猴市

猴市特征是指数上跳下跳，这一阶段的目标是保住本金，积攒筹码，以便牛市到来时获取尽可能多的收益，可以不赚钱但一定不能亏钱。

这一阶段的股票投资逻辑是分享企业内生增长的收益，因为低估的机会很少，所以股价主要靠业绩增长推动。常见的情况是，市场上缺乏极具吸引力的买入机会，手中的股票估值大多合理，但是随着业绩增长，估值又降下来，所以这一阶段的做法是持股不动，避免中途被抛下车，也可以定投指数基金，适当做做网格和行业轮动，没地方去的钱，就做好场内现金管理。

三、牛市

牛市的特征是权重股纷纷开始带动大盘上涨，市场情绪高涨，新开的证券账户数不断增长，开始有分级上折，这一阶段的策略是提高成长型股票的配置，一切行动看估值，按最乐观业绩估值，达到上沿分批卖出。

也可以持有宽基分级B，选择未启动的行业分级B轮动，但是注意流动性，毕竟现在的分级成交量远逊原来，所以永远不要单独持有分级B，长持分级A做好随时可以越狱的准备。

牛市忌讳的是被市场牵引，贪婪无度，错把运气当能力，试图赚取每一份收益，此时应该加强内部计分，密切注意一些情绪特征，当人人都热衷于谈论股票，股神遍地走，各种“5000点是牛市的起点”之类的言论盛行，分级基金不断上折，各种公募基金募得大量资金，大量股票的估值高于40PE的时候，就该小心牛转熊了。

精准地预测顶和底绝无可能，但是判断市场情绪是低迷还是高涨，却是有迹可循的，我们需要的，不是5178这样的一个点，而是4000—5000这样的一个区域，当我们感觉到市场情绪高涨，缺乏低估合理的股票，就该逐步退出，增持现金，等待牛熊转变后的机会。

当然市场的疯狂也许会持续很久，谨慎的你很有可能被嘲笑，你卖出的股票有可能涨到连你自己都怀疑人生，但是没关系，我们只赚自己该赚的钱，刀口舔血的事情，我们不干。宁在5000点抱着现金哭，也不在5000点赚翻倍笑；宁可2000点主动满仓套死，也不在2000点清仓大笑。

然后你会看到，原来财富的流动真的是有轨迹的，你可以赶上去，截住它，让它流到你家里。

再然后，新的一轮流转，又开始了。

第七章
股票指数基金

股票指数基金同属权益类资产，是一种很好的股票投资补充工具，个人的时间和精力毕竟有限，要同时兼顾许多个行业是极其困难的，这个时候就可以利用指数基金的优势，降低投资的难度。

第一节
股票好还是指数好？

一、股票的优势和劣势

首先，股票的优势很明显，就是有爆发力，有想象空间，可以连续拉涨停。抛去妖股不说，拿正常点的、有业绩支撑的好股来说，比如华夏幸福，遇到雄安的风口，短时间内直接从20多拉到48块多，翻了一倍多。

所以股票适合单兵突击作战，在熊市的时候，指数长期徘徊，股票却可以走出独立的趋势。比如我们经常说的吃药喝酒等防守板块，牛市涨得多，熊市跌得少，遇到捡金子却没钱的时候，还可以用比较少的损失兑换成现金，进可攻，退可守，堪称特种兵。

缺点自然是股票投资的专业门槛比较高，既要懂行业前景和竞争情况，又要琢磨管理层，还要会财务分析和估值，到处都是陷阱。所以特种兵虽然精干，战斗力突出，但是培养难度大，容易折损。

二、指数的劣势和优势

而指数呢，通常我们看指数似乎只能磨磨蹭蹭往上走，可能好几年都在一个点附近徘徊，持有几年可能还是亏着。大部分时候，指数涨得比较慢，但是有时候指数超跌，也有可能修复得很快，尤其是行业或者主题鲜明的风格指数。

逻辑跟股票一样，可能是因为某一板块受到市场青睐，走出独立的行情，也可能只是单纯的超跌修复。比如今年的食品、家电等，深证100的走势就很不错，以及近期比较热门的互联网指数。

但这都不是重点，关键要明白指数投资的核心优势——极其简单但却具有超好的容错性。指数化最大的优势就是把投资从行业、管理、财务等多维度分析的高难度战争变成了几乎只需要配置和择时的单一维度的战争。

如果你很厉害，你可以把指数当作股票一样来玩，选基、择时、配置、轮动，还可以套利；但如果你懂得不是很多，也没有关系，你只需要选择沪深300这样的宽基指数，在历史最低的分位买入，然后持有到牛市卖出即可，只要是长期向上弹性比较大的宽基和行业指数，比如宽基里的沪深

300，行业里面的消费和医药指数等，处于低估区域，都可以大胆买入，上涨是迟早的问题。

你在指数基金上需要付出的精力比股票少很多，但指数的容错性却不比股票少，相反甚至更高。

股票，尤其是像我国香港、美国这样没有涨跌幅限制的市场，个股可以一天之内跌去80%的市值。想象一下，早上你账户上还有100万市值的所谓“优质股票”，开盘几分钟之后就跌到只剩15万市值不到，而且持有的公司被做空机构证明已经烂透，也没有A市这样的壳价值和重组来一飞冲天，而是再无翻盘的可能。

这是多么恐怖的一件事情。

但如果你买的是指数，根本就不需要为这个问题担心，个股的黑天鹅对你的影响微乎其微。指数只需要把这只股票轻轻踢出去，就像身体里一个细胞死亡并被清除和替换，你甚至感觉不到它的存在。

三、股票好还是指数基金好？

所以“股票好还是基金好”这个问题，答案已经不言而喻。

对大多数人来说，指数基金因为其简单性、容错性以及不低的收益，是最好的选择；股票因为有爆发力，适合单兵作战，适合高水平的投资者。

所以，没有好不好，只有合适不合适，只有谁的估值低，谁低我买谁。

如果下不了决心，那么很简单，一半股票一半基金，分不同的账户，独立投资，存量资金买股票，增量资金买指数，好像有点精神分裂，但是答案就是这么简单。

第二节 我的基金投资观

1.100%权益类资产

什么原油、黄金、白银、商品我都是不懂的，也没兴趣了解，这些东西要么涉及众多的宏观经济、政治因素难以预测，要么就是短期避险，长期负资产。

西格尔教授在《股市长线法宝》一书中阐述过，权益类资产对应的是实体经济，有着实实在在的现金流，可以随着通胀而增长，是长期投资的最佳选择，就长期而言，大概率可以获得10%—15%的复合收益。

2.100%指数基金。

中短期理财买货基短债，长期投资只选择股票指数基金，连主动基金都不选。“试玉要烧三日满，辨材须待七年期”，基金经理的投资水平很难评判，市场一转换，风格就发生漂移选出一个优秀的基金经理不会比自己选股更容易。

主动基金还有老鼠仓的风险，指数基金则没有这种担忧，编纂方式是公开的，持仓是透明的，不需要担心基金经理的人性弱点，指数的风格也长期统一不会漂移，适合检验策略的有效性。

3.指数风格特征越明显越好

除非为了简便，用规模指数进行“懒人化”的配置，否则最好选择风格特征明显的指数。

指数的成分固定，而且数量越少，风格特征越明显越好，比如行业指数、风格指数，像中证白酒、基本面50、中概互联、上证红利这样的，是最好的选择。这些指数不仅容易判断其估值，而且在资产配置的时候容易判断与其他指数的相关性，此外成分股数量少，意味着持仓集中，而仓位决定收益。

缺点是风格太明显，需要较强的主观配置能力，实际上就与选择个股很类似了，当然指数还是比择股好一点，因为选股错了可能永不翻身，但是基

金买高了可以通过新陈代谢和定投来解套，最重要的是，国家兴盛，指数必然长期向上。

4.指数基金是股票的补充

能够自己选股当然是最好，当我们因为资金门槛、认知阻碍难以选股的时候，基金就是一种很好的补充，比如投资港股不满足50万门槛，那么港股指数就是很好的渠道，比如不熟悉海外市场，投资个股风险大，指数基金就是很好的替代方式，开个美股账户通过isharesETF可以投资世界上几乎任何一个角落。

当然，“吾之蜜糖，彼之砒霜”，每个人的资金期限、风险偏好、投资水平都不同，决定了理财是一件个性化的事情，本文仅供参考。

第三节
指数基金也可以具有攻击性

不少人存在一个思维误区，认为指数基金就是纯被动的投资方式，只有不懂投资或者没时间投资的人才适合投指数基金。

买基金相对股票确实是省心省力的，资金门槛低、需要的专业知识少、不需要花费过多的时间，尤其是指数基金因为是复制指数，所以管理成本最低，但并不是说只有不懂投资或者没时间投资才买基金，很多主动型的投资者一样会把基金作为主动配置中非常重要的部分。

股票和股票指数基金本质上是一样的，都是权益类资产，指数基金本来就是一揽子股票，所以适用于股票的投资方法，一样可以迁移到指数基金上。股票要主动择时，基金也可以主动择时，比起傻瓜式定投，通过市盈率、市净率、股息率等指标的历史中位值或者绝对值高低来主动择时买卖，可以获得更高的收益率。

再者，指数基金通常是一系列基本面特征相近的股票的集合体，比如沪深300是蓝筹，上证50是超大蓝筹，中证1000是小盘成长，指数的特征明显，对于我们构建多元弱相关的投资组合非常有利。

通过组合不同风格的指数，在价值型和成长型指数以及债券之间配置不同的资金比例，我们可以构建防御型或者进攻型的组合。比如防守型的可以采用“80%的债券＋20%价值型指数基金”，进攻型的可以采用“20%的债券＋80%的价值型指数基金”。

总而言之，股票要估值，基金也可以估值。股票可以轮动，基金也可以轮动。通过主动估值、择时、轮动、套利，可以获得比单纯的被动式基金投资更高的收益率；通过组合配置，可以构建不同风格的组合，指数基金也可以具有进攻性。

第四节 如何挑选指数基金？

指数基金作为一种被动投资方式，具有永续存在、成本低廉、风险高度分散的特点，因此既能够像股票一样享受权益类资产的高收益，又只承担了更低的风险，非常适合普通投资者。

虽然指数基金有这么多优点，但是要从众多指数基金中挑选出合适的也不容易，考虑到长期复利投资的需求，既要指数有满意的收益率，又要基金公司能够稳定经营，不能三五年就清盘倒闭了。

挑选指数基金事实上有两步：选指数和选基金公司。

一、指数的选择

首先，我们说的是长期投资，所选择的都是指数基金，不包括其他类型，如货基和债基等，因为其他类型的基金波动比较小，不适合定投，所以长期定投一定要选择指数基金。

1.以宽基为主，以窄基为辅

指数可分为综合性指数和行业性指数，也就是我们说的宽基和窄基。前者如沪深300、中证500，覆盖面广，风险分散程度高，代表的是大盘的表现；后者如中证消费、中证医药、300能源等，代表的是某一行业的表现。

考虑到有些行业，比如券商的周期性比较强，有可能几年都不景气，风险比较高，而综合性指数覆盖面广，所以建议新手以宽基指数为主，可以适当配置部分行业指数，比如必选消费和医药指数，弹性比较小。

比如70%的（沪深300＋中证500）＋30%的（中证消费＋中证医药），构成一个以宽基为核心，以窄基为卫星的指数投资组合。

2.选择低估的指数

投资个股的时候，即便选中了一家优秀的公司，如果支付了过高的价格，透支了企业未来几年的盈利，也会导致投资失败。投资指数也一样，支付

过高的溢价将导致长期浮亏，虽然定投可以摊薄成本，亏损的概率比个股小很多，但是我们没有必要为价值100块钱的东西支付120块钱的价格。

衡量指数是否低估，可以选择相对估值的方法，参考指数的历史PE，选择在低于历史PE中位以下的区域进行定投，比如对于像上证50、沪深300这样的蓝筹指数，可以限制在10PE以内定投。

不仅如此，还可以横向比较低估的指数，选择折价程度高的指数。比如上证50和H股指风格相近，成分股重合度较高，定投的效果是差不多的，因此可以选择更低估的那只进行投资。

此外，最好预先设定一个标准，并且严格执行，一旦PE超过预定的标准，就停止定投，换入其他低估的指数进行定投。

二、基金公司的选择

选好了低估的宽基指数和行业指数，下一步就是选择基金公司，不同基金公司的差别主要在于规模、跟踪误差以及费用的高低，因此这些是需要我们重点关注的地方。

1.跟踪误差

指数基金可以跟踪指数，是因为它根据指数的成分股和权重买入同样比例的成分股。但是在实际操作中，因为一些客观的原因，指数基金并不是严格按照这个要求来复制指数的，所以在模拟指数的过程中会存在误差。

比如指数基金需要预留部分资金支付其他费用因此没有满仓；指数成分股停牌导致交易受限无法买入；指数成分股流动性不足导致成本差异；指数基金的业绩比较基准不完全是指数；大额申赎导致基金相对指数的涨跌被稀释；复制指数时购买股票要支付佣金和印花税所以必然与指数有差距；等等。

指数跟踪误差直接反应了基金公司的跟踪效率和管理水平，因此跟踪误差可以说是非常重要的一个标准。通常场内基金的跟踪误差是最小的，因为场内基金采用的是一揽子股票交换基金份额的实物申赎方式，因此不需要预留资金应付申赎，能够长年保持95%以上的仓位。

指数跟踪误差是绝对存在的，没有办法完全避免，所以我们只能选择跟踪误差小的基金，跟踪误差越小越好，最大不能超过4%。

2.规模

当我们在说基金的规模的时候，实际上说的是基金的流动性，所谓流动性，就是你买卖基金份额变换成现金的折价程度。

如果一家基金规模太小，那么当你需要卖出基金的时候可能无法迅速找到对手，只能选择以更低的价格卖出。一旦出现行情不好，申赎集中的时候，可能发生挤兑事件。

此外，如果基金的规模连续一段时间低于某一个标准，还将面临清盘的危险，虽然清盘不一定产生直接的亏损，但是可能导致前面定投积累的低成本份额浪费，错过了投资的时机导致潜在的收益损失。

3.费用

指数基金采用以权重为比例复制指数成分股的被动投资方式，免去了选股、择时、频繁调仓的管理费用，因此费用相较于主动型的基金能够低1%—3%的费用，相当于在起跑线就领先主动基金几个点，长期复利下来差距非常大。

但是哪怕是同一只指数基金，不同的基金公司、不同的渠道，费用也是不一样的。一般指数基金管理费在0.5%—1.0%，托管费在0.1%—0.15%，申赎费0.05%—0.1%。

可不要小看了这么一点差距，如果是长期投资，在复利的作用下，些微的费用差距将导致最终收益率的巨大落差，最终的收益率可能相差几倍。

所以尽可能选择低成本的渠道，很多场外基金为了鼓励长期投资，达到一定的投资期限都是可以免申赎费用的，在流动性和跟踪误差可以保证的情况下，对于长期投资是一个不错的选择，相对于场内基金手动定投，场外基金支持自动定投还可以免去动手的烦恼。

总结

1.选择指数基金有两步：一是选指；二是选基。

2.选指首选低估的宽基指数，如果觉得自己有能力，可适当配置一些行业指数、策略指数等。

3.选基重点关注基金的跟踪误差、流动性以及费用的高低，尽可能选择跟踪误差小、流动性强、费用低的基金进行投资。

4.选择指数化组合投资，虽然可以获得平均收益，但是要想获得超额收

益，和个股投资一样需要花费时间和精力去研究，理解指数化投资的逻辑、指数投资的盈利来源，寻找指数的价值衡量标准，关注基金的流动性、费用、跟踪误差，寻找更为优化的策略，等等。

第五节
指数定投的几种策略

定投指数基金有很多的优点，比如不需要花费时间精研个股，可以有效避免个股黑天鹅，需要的专业投资知识少，适合繁忙的上班族和资金少但现金流稳定的朋友。

虽然定投优点明确、思路清晰，但是定投仍然有很多不同的策略，采用不同的定投方法，最终所得到的收益率也不一样，我们应该了解每一种方法的原理和特点，选择与自身现金流和风险承受能力最匹配的一种，优化自己的定投方式。

定投策略1：定期定额法

最原始也最简单的版本是定期定额，也就是以预先设定的标准定期用预设的金额投资选定的指数基金，比如每个月月初通过雪球的蛋卷基金申购1000元天弘沪深300和1000元天弘中证500。

定期定额投资不预测市场，不对指数进行估值，单纯地通过控制每个月定投的金额做到“低估多买，高估少买”，被动实现对指数的估值。当指数上涨达到预设的标准，则开始赎回，然后重新划分金额，开始新一轮定投。

可以说，定期定额投资是最简单、最省心、最傻瓜式但也最具有纪律性的操作方式，非常适合入门和缺乏专业知识的朋友。

定投策略2：目标市值法

目标市值法源于《价值平均策略》，简单来说就是设定目标市值，市值目标未达成则追加投资，目标市值实现则持有不动，超过目标市值则卖出直至市值与预设的目标一样。

比如按月定投一次天弘沪深300，每个月的市值目标是2000元，定投的第五个月市值目标应该是10000元，这个时候有三种情况：

1.如果此时的市值低于10000元，比如是9000元，则追加1000元投资，使市值达到10000元；

2.如果此时市值等于10000元，则不追加投资，留到下个月定投；

3.如果此时市值超过10000元，比如是12000元，则卖出2000元，使市值保持为10000元。

当然，在实际的操作中不可能是整数，但是只需要偏差不大就没有关系。很明显，通过这种市值固定的方式，可以做到低估多买、高估卖出，是一种比单纯定期定额投资更好的方式。

但是这个策略也有一定的问题，比如熊市单边下跌的时候可能非常凶猛，需要补仓的金额很大，如果资金量少的话，可能无法做到市值固定；而在牛市单边上涨的情况下，可能追加的资金非常少，导致每个月应当投资的现金流无处可去。

但是总体来说，这种目标市值的方法，可以帮助我们实现低买高卖，也是一种可以免去估值的省心省力的方法。

定投策略3：金字塔法

金字塔是一种逆市加码，越跌越买的玩法。

这种方法不再是定期投资，而是要求投资者遵从事先设定的标准，指数每下跌相应的幅度，则追加相应比例或者数量金额的投资，且下跌幅度越大，追加投资的金额也相应增加。

比如3000点开始投资天弘沪深300，沪深300指数每下跌200点，投资金额增加10000元：

1.跌到2800点，投资10000元；

2.跌到2600点，投资20000元；

3.跌到2400点，投资30000元。

以此类推，越跌越买。

相应地，卖出的时候也是根据上涨的幅度分批加码卖出。

显然这种方式无论是在投资金额还是心理上都比前述两种方法要求更高。

因为是根据指数涨跌来确定买入时点，因此买入的时间间隔可能一个月就买几次，也可能几个月都不用买，因为买入的时候要求金额大一些，如果

短时间内暴跌，对于资金的需求压力会比较大。而逆势加码，逆向操作，对于心理的承受能力也有极高的要求，毕竟不是每个人看到指数浮亏的时候都能笑出来的。

定投策略4：估值法

终极的版本是估值法，也就是以指数的估值为锚来定投，配合以上各种方法。

指数是反映一篮子股票的表现的数字，对应的是一个个实体的企业，也就意味着我们可以像给个股估值一样给指数估值。

比如看指数行业分布，是集中于传统的公用事业、日常消费，还是处于信息技术等新兴行业；看指数成分股的市值大小，判断指数的成长性以及ROE的高低或者股息率的高低；根据历史数据看当前PE、PB相对历史区间的分位；等等。

把握指数的行业和个股的基本面特征，再配以PE、PB、股息率、利润率、净资产收益率等指标，甚至查阅每一个成分股，对于指数有一个大概的估值判断，当指数处于低估区域则进行定期定额投资，当指数处于极度低估区域，则采用目标市值法或者金字塔法逆势加码。

以上每一种定投的方法都有自己的特点和适用条件，我们需要根据自身的现金流特性和心理承受能力以及投资水平选择最适合自己的方法，尽可能地优化自己的投资。

现金流比较少，投资水平处于入门级的朋友，最好选择初始的定期定额投资，严格按照纪律来定投；现金比较充足，有一定经验和知识储备的朋友，则应该辅以估值和逆向投资，甚至还可以配以轮动、套利、定期平衡，进一步优化投资，使收益率最大化。

第六节
指数定投何时卖出？

关于基金定投，有一种说法叫作“傻傻地买，聪明地卖；会买的是徒弟，会卖的是师父”，说明定投的卖出是一个比较难的问题，关于卖这个问题我琢磨了很久，目前能够想到的方式有以下几种：

1.参考指数的历史点位

比如沪深300在4500点开始考虑分批卖出，每上涨100点，则卖出相应份额，假设看到5500点，则还可上涨1000点，对应每隔100点卖出10%。当然，此处用100点纯为举例，具体多少取决于资金量：资金多，可以密集些，把间隔降低；资金少，可以把间隔和比例提高。

2.看指数的上涨幅度

从第一次定投的点位开始，指数上涨20%、30%、40%、50%开始卖出，具体多少由自己确定，这取决于你开始定投的点位，起投的点位低，可以把幅度调高，起投的点位高则相应降低。

3.看全市场指数的估值

全指达到比较高的位置的时候，超过历史估值中枢就开始卖出。可参考的指数有：中证800、中证流通、万得全A等。

4.看具体指数的估值

不同的指数估值中枢是不同的，对于保守的投资，或者有更加好的投资机会时，超过估值中枢就可以考虑分批卖了。比如现在的恒生指数，PE接近15，如果积累的筹码比较多，其实已经可以开始卖出，换入估值更低的国企指数、红利指数。当然如果看好后市，也可以继续保持不动，享受更高的收益，只不过需要承担指数PE回落的风险罢了。

5.累计的份额过多，影响单次定投的效果时卖出

定投的时间比较久了，单笔投资对于整个定投的影响已经很小了，比如已

经投了200多份，投一次已经基本上没影响了，这个时候也可以考虑卖出一部分估值比较高的指数，如果此时有其他明显低估的指数就更好了。

对于这种情况，其实有两种应对方式：其一是逐渐加大定投的金额；其二是以估值为锚定投，这个时候定投自动低位多买、高位少买的效果就差了，全靠估值指导，这个时候的定投更多的是为了积攒份额，以及化解一次性投入遭遇的风险，更进一步的操作是当份额积累很多之后进行再平衡操作，卖出盈利高估的，买入低估的指数。

综合比较，最合理的是第三、四种，但不管哪一种方式，其实都是寻找一个锚，并以此为依据，第四种是最合理的，但是要求也相对较高，需要像个股一样给指数估值，理论上收益也应该是最高的。

以上方法都有一定的合理性，但其实最重要的，也许并不是对于方法的苛求，而是有没有一以贯之的纪律和毅力坚持定投和坚定执行，毕竟，很多人道理其实都懂，但还是做不好投资。

最后不要忘了，退出之后，把本金和收益重新划分成若干份，寻找低估的指数开始下一轮定投，以便最大限度地享受复利增值的魅力。

第八章
投资随感

第一节
如何实现财务自由

一、开源：赚够多的钱，才有闲钱投资

1.买几只指数基金构建组合，然后努力工作。年轻的时候职场收入大于资产性收入，不要把过多的时间浪费在股票上，而应该买入几只成本低廉的指数基金，然后继续努力工作。炒股最大的损失，不是本金的亏损，而是本来可以拿来创造一番事业的时间，却被浪费在炒股上。

2.不断提高自己的核心竞争力。不要企图靠拉长工时赚更多的钱，反而应该设法提高时间的单位价值，不断地做减法，塑造自己的核心竞争力，让自己变得不可替代。职场之道不是更卖力工作和拉长工时，把自己累个半死，而是想办法工作得更聪明，让自己变得稀缺，并且永远站在老板的角度考虑问题。

3.创造第二份收入。互联网时代，长尾之下，有大量的潜藏机会，做自己热爱并且擅长的事情，并且把这件事情和创造价值结合在一起，商业的本质是价值交换，你为别人创造价值，别人给你金钱作为回报。

4.建立个人品牌，打响知名度。一个人的财富并不仅仅是指金钱和动产不动产，还包括一个人的品牌、信誉和形象。做一个高尚的人，值得信赖的人，有能力的人，努力把自身的专业形象转化为资本，比如雪球上很多有水平的投资者，通过不断分享自身的投资理念，树立自己的专业形象，成功获得资本的关注，发起了自己的私募。

二、节流：强制储蓄，攒够投资的第一桶金

1.强制储蓄，拿到钱先支付给自己。一般人的思维是有了收入然后各种开销，剩下有结余再用于理财投资，但是正确的方式是先支付给自己，视收支的平衡把收入的一部分存储起来，存入理财专用账户，然后再拿剩下的资金去消费。这种强制储蓄的方式，不会影响正常的消费，又能有效地结余资金，攒够理财的第一桶金。

2.分清必需消费和欲望消费。有些消费是必需的，比如柴米油盐，有些消费则是有弹性的，比如要不要买一只手表。一个是不可缺少，一个则是欲望，尽量把钱用在刀刃上，不要为了虚荣或者一时冲动去购买不需要的东

西，购物时最好列个清单，只买清单之内的东西。当然，适度的娱乐也是必要的，不要为了省钱而省钱，还是要保证生活的品质。

3.追求品质而不是数量。衣服尽量选择品牌、耐用、百搭款式，买入一件衣服的同时就扔掉或者捐掉一件不用的衣服，保证衣服的品质而不是追求衣服的数量，其他的东西也是一样。

4.尽可能延迟大宗商品消费。主要指房、车，趁着年轻尽可能住父母家里，延迟房车的购买，利用这笔资金去增值，因为金钱都是有机会成本的，你买房车的同时就失去了这笔钱增值的机会，尤其是车，一入手就贬值，可以买一辆便宜的车或者延迟买车。当然如果是为了工作的需要，或者培育自身的形象，那就另当别论。

三、投资：钱只有在市场中流动，才能不氧化而增值

1.通过工作和储蓄积攒了第一桶金，就必须把钱投入市场，随着市场的波涛前进，你必须精通投资之道，不论市场的荣枯循环，都能让投资持续升值。

2.指数化投资。如果缺乏专业知识和时间，就构建一个投资组合，去投资那些成本低廉的指数基金，指数化投资的优点是不需花什么时间，也不用高深的财务知识。

3.坚守能力圈。做熟不做生，不懂的东西永远不要碰，即便再赚钱，利润再丰厚，如果你不懂，那么机会也不属于你。如果没有与机会匹配的能力，那么天鹅肉前，你就是那只癞蛤蟆。

4.慎用杠杆。永远不要动杠杆，永远记得用余钱投资，永远不要碰金融衍生品。

四、学习：不断自我进化和提升

1.无论是职场还是投资，都是一个动态的博弈过程，跟自己也跟别人不断较量。学如逆水行舟，不进则退，即便到了80岁，每天的阅读、思考和学习、写作也是必需的，这是一个人核心竞争力的根本所在。

2.要清晰地认识自己的优势和局限，擅于挖掘自己的长处，把自己擅长的事情和创造价值结合在一起，利用个人技能、才华和兴趣去帮助客户解决问题，努力赚取财富。

3.最好的投资是提升自己，积极主动地投资自己的人生。财富的累积，始

于正确认清人生的真正价值，并且尽早认识到复利的威力，有效地投资创造长期的报酬。

五、商业意识：利用商业模式的力量

1.一个颠覆性的商业模式，能够在短短两三年之内改变一个行业的格局，让整个行业重新洗牌，商业力量之下的财富增长是指数式暴涨的。

2.即便做不到伟大的程度，也可以利用商业模式小赚一笔，增加投资的本金。

3.即便做不到小赚一笔，也可以增强商业思维，对于投资的基本面分析大有裨益。多观察身边的商品和店面，不知不觉你就会形成思维习惯，下意识地去分析一家电影院、一家商场、一个品牌，说不定就发现了一个绝佳的投资机会。

六、生活：这是我们全部的意义

1.我们所做的一切，都是为了更好地生活，为了财务自由、时间自由和精神自由，去做我们想做的事情，去见我们想见的人，去我们想去的地方。投资是实现目的的手段，而不是终点，不要因为追逐目标而忘了享受生活。

2.工作和投资并不是一切，生活才是我们的全部，没有必要为了投资拼命攒钱而牺牲生活的品质，也不需要为了投资牺牲与家人待在一起的时光。

3.懂得如何享受金钱。如何消费是一个充满智慧和艺术的概念，如何让你的生活饱含品质而不流于奢靡？如何让财务自由之后充裕的时间不至于虚度和碌碌无为？如何去寻找和实践生命的价值？

财务自由意味着财务、时间和精神的自由，三者不可偏废，失去了任何一个元素，都会让原本美妙的生活黯然失色。

第二节
复利“三剑客”

影响复利的三个基础因素是：本金基数、年化收益率、投资期限。也就是说，我们要想依靠投资实现财务自由，就必须让这三个因素协同作用，发挥到极致。

一、本金基数

不同体量的资金，同样的期限和年化收益，最终却有着云泥之别。小资金高收益不及大资金小收益的一个零头。比如本金10万，一年收益率100%，收益是10万；本金1000万，一年收益率8%，收益80万，虽然收益率不如前者，但是因为本金基数大，最终绝对收益照样超过前者，所以富者越富，“马太效应”越来越明显。

那么很明显，要想获得丰厚的最终收益，就必须努力增加本金基数。巴菲特的方法是通过保险浮存金获取了巨额的低成本甚至负成本杠杆，问题在于，我们普通人该如何获取本金呢？

有人可能会说，找银行借款、信用卡套现、融资融券。你的投资收益确实可以高于银行利息和信用卡还款利息，问题是投资是一件极其不确定的事情，抛开能不能借到钱不说，要保证在银行贷款期限之内在投资市场迅速获利了结，赶在还款期限之前还款，就是一件几乎不可能的事情，而两融的成本是很高的，同样不确定而且不划算。

关于这个问题，我思考了四个比较靠谱的解决方案：

第一，通过工作或者创业来赚取第一桶金，需要5—10年的时间

职场不需要多说，这是大多数人正在进行的状态，原则就是把一件事情做到极致，凝聚自己的核心竞争力，把自身变为一种稀缺的资源。等到有猎头来请你任职的时候，如果能够延迟对于大宗商品的消费，那么根据个人能力不同，基本上可以赚到数十万到数千万不等的启动资金，期限是5—10年。

第二，通过亲戚朋友募集启动资金

利用个人的专业投资的品牌形象，把亲戚朋友的闲置资金集合在一起，借鸡下蛋，获得一个相对较大的本金，可以约定管理费用，或者从收益里抽取佣金。巴菲特早期就尝试过这种模式，我身边也有朋友利用这种方式获得了一大笔资金。但是需要注意的是，金钱在中国来说是一个极其敏感的话题，赚钱了万事好商量，一旦亏损，为了一点利益纠葛，亲友反目成仇的事情也不鲜见。

第三，借鸡下蛋，进入金融资产管理机构

证券公司有投资业务，一般的上市公司也有理财业务，如果你具有专业的投资水平，进入资产管理部门，就有机会借用资产管理平台扩大自己的影响力。

第四，树立个人品牌，做私募，获得社会闲散资金

雪球上有一批大V，通过分享自身的投资理念和方法，吸引了一大批粉丝和资本的关注，做起了私募，其逻辑就是树立自身的专业投资形象，把个人的品牌转化为资本。

总结来说，就是两种方式，一种是自力更生，另一种是借鸡下蛋，当然也可以双管齐下，但是这两种方式都有一个前提，那就是自身具有优质的专业投资形象、具有强大的专业投资技能，能够利用个人的专业形象吸引资金。成功不必太多理由，但是金钱和才华，两者至少必占其一。

二、年化收益

我们知道在投资领域，最厉害的是巴菲特，他的长期年化收益率是20%多，这个水平是我们所知道的地球上目前最辉煌的投资成绩。其实还有比他收益率更高的，比如索罗斯，年化30%多，但是没有巴菲特的投资期限长，所以第一的位置还是巴菲特的。

所以那些动不动翻番的，并不是说不可能，只是说不可持续，这都没什么，最可怕的是大幅回撤和亏损，比如100万亏损50%，变成了50万，要回到100万就需要100%的涨幅，所以投资的第一条底线是不能亏损。

但如果说投资不亏损就行，那也挺荒谬的，如果目标是不亏损，那么买固收产品就行了，何必来这个波诡云谲的市场担惊受怕，来炒股的目的就是获取比无风险利率更高的收益，因为我们在股市中承担了风险，所以必须在无风险收益率的基础上要求一定的风险溢价，最起码要求不低于8%的年化收益，这是我们投资要守住的第二条线，如果做不到，那么考虑到通

胀、佣金和印花税等摩擦成本，以及花费的时间和精力，炒股就是一桩亏损的生意，还不如不做的好。所以，长期而言，这第二条线也必须守住。

第三个要说的就是如何提高收益率，我一直觉得做任何事情，所有的外因都不是根本原因，一切的一切都可以归因于自身，不管有多少人抱怨环境有多么糟糕，也总有人赚得盆满钵满，亏钱没有别的原因，就是因为自己水平不够，投资垃圾债券ST股还有人数钱数到手抽筋呢。

所以投资不是从你开通股票账户买入第一只股票开始，而是从你产生投资这个念头那一刻就已经开始了。不懂的事情不要做，没把握的事情不要做，做到这两点，亏钱基本上就是小概率事件了。投资的外部环境是你永远无法掌控的，但是我们可以努力完善自己，提高自己生存的概率和盈利的可能性。这种内部自我建设的逻辑，是一切投资的出发点。

投资的常态不是不停地买进卖出，股票不停地换手，而是沉静淡然，每天踏踏实实地研究股票和市场的本质，搜寻、筛选、分析、运用各种信息，去做出自己的判断，如此才有一个立足点，知道自己身在何处，知道是该买还是该卖，抑或是岿然不动。

真正的投资大师，无一不是经济学、社会学、心理学、哲学等领域的大师。投资不是一个玩弄数字的游戏，如果单靠财务分析和定量就可以获得超越平均的收益，那么投资这件事情根本就不需要人来做，依靠冰冷的、不懂恐惧和贪婪的计算机，完全可以做得更好。

汝果欲学诗，功夫在诗外，投资尤其如此。这是一个关于思维，而非智力和技术的游戏，大量地阅读、思索经济学、政治学、哲学、心理学、社会学甚至文学艺术方面的内容，把不同领域的理念相互交叉渗透和强化联系，从不同的方面去印证投资决策的逻辑，让自己的思维日趋缜密，这才是投资最核心的部分。那些终日追涨杀跌，不知来处去路的可怜人，终将把自己辛苦攒来的血汗钱散在这个严酷的市场里颗粒无收。

三、投资期限

其实就是一句话——尽早投资不必等，安心等待一万年。

尽早投资，可以最大限度地发挥复利的威力，在神奇的复利的作用下，不起眼的涓涓细流也终将汇聚成大河汪洋。

举个例子：

10000X1.2^30＝2373700；

62000X1.2^20＝2376931。

也就是说，年化收益20%，投资30年，最终收益是237.37倍；而如果推迟10年投资，相同的年化收益率，要达到相同的体量，本金数量需要是前者的6.2倍。

所以真的不要小看小钱，在时间杠杆的作用下，小钱同样可以变成大资金，哪怕没有雄厚的资金基础，也可以定投指数基金，开始复利增值之路。很多人说，等有钱了才理财，这种逻辑是错误的，正是因为没钱，所以才要尽早理财，尽早发挥复利的作用。

耐心等待一万年其实说的是同一件事情，尽早投资是把投资的起点往前提早N年，耐心等待是把投资的终点往后延长N年，一头一尾可以多获得2N年的时间，杠杆又延长了一段，可不要小看往后延长的几年，要知道巴菲特50岁的时候才赚到第一个1亿美元，后来的30多年一下子就赚了600多亿。

其实巴菲特最伟大的地方不在于他的收益有多高，而在于他的收益是稳定的，他找到了足够湿的雪，以及足够长的坡道，这两事情让他成为这个星球上最伟大的投资者，哪怕索罗斯的收益率是他的1.5倍，巴菲特的财富仍然超过索罗斯几个数量级。如果你仔细观察，就会发现，世界上著名的投资者，都是很早就开始理财（十岁左右），并且活了非常久（接近百岁），他们的雪道长度是非常长的。

或许你的起点很低，可是没有关系，你还有子孙后代，也许你不能成为富二代，但是你可以成为富人的祖先，你可以成为家族财富滚雪球的起点，想想杜邦家族、罗斯柴尔德家族，是否觉得成为富人的祖先同样辉煌和伟大？

总结一下吧，投资无非就是想方设法去提高构成复利的三个基础因素：本金、收益率和投资期限。努力开源，聪明地借鸡下蛋；专注自身建设，积极提高投资水平；尽早投资不必等，安心等待一万年。

以上三者就是投资成功的终极秘诀。

第三节
最好的投资

一、最好的投资是提升自己

决定投资绩效的根本因素是什么？是投资工具吗？是变幻莫测的市场吗？还是从遥远的大洋彼岸开始传至天朝大国的蝴蝶风暴？

但是每一个参与市场的投资者，不论是机构还是个人，无论参与市场的方式是直接的还是间接的，人才是组成市场的主体，不是吗？

搜寻信息的是人，分析信息的是人，发出指令的是人——所有的一切都可以归因到投资者本身，再糟糕的市场环境，再复杂的投资品种，也有人可以稳定盈利，因此，投资本质上就是投资者把自身的知识转化为资本的过程，靠自身的理念和方法去博取利润。

所以从根本上来说，投资自己是第一要务，你自己就是最好的资产，最好的投资就是提高你自己。投资并非始于你进入股市买入第一只股票，而是从你产生投资念头的那一刻就开始了。第一笔投资不是股票，而是投资你自己，去理解和掌握股票世界的运行规则和规律，去把握股票成功运行之道。

无论是巴菲特、彼得林奇还是格雷厄姆，都告诫投资者，坚守能力圈，做熟不做生，如果你不熟悉某一个领域，那么最好不要投资任何一只该领域的股票。人的精力总是有限的，而股票和公司相对人而言是无限的，即便是巴菲特也不可能将所有的股票公司了然于胸，选择自己熟悉的领域进行投资就成为成功的基本法则之一。

一个成功的投资者并不需要掌握所有的领域，只要成为一个领域的专家，就足以傲视群雄，一生无忧了。最好的投资，莫过于提升自己的修养和能力，成为某一超级细分领域市场的专家，聚焦这一领域，等待最佳的时机，做出人生中绝佳的投资。

如果说股票是一场牌局，那么懂得股票的知识就相当于了解打牌的规则和技巧，只有懂得牌技，才有可能赢得牌局，成为股市赢家。中国股市号称“七亏二平一赚”，完全是因为绝大多数人都是贸然无知地进入自己不知道的领域，买入自己一无所知的股票，最终的结果不言而喻。

而了解股市知识的过程就是投资自己的过程，那些曾经纵横天下的奇才，都曾寒窗苦读，练就经天纬地之才。股市也一样，掌握了规则和规律，洞悉了背后的原理和技巧，才能看透表面的迷惑，赚取人生的财富。

二、没有任何方法可以稳赚长赢

20世纪30年代后是价投的天堂，而后格式捡烟蒂式价投逐渐失效，取而代之的是费雪的成长投资，成长投资弱化之后，巴式三好式价投策略逐渐盛行，导致现在的美股市场高度有效。

很多曾经有效的高收益策略，经过广泛流传和使用，也都慢慢弱化甚至失效了。打新的人很少的时候，收益很高，人多了，收益就降低了；封闭基金折价套利曾经有过50%以上的收益，但是现在封闭基金已经没有了。

我想表达的是——这个世上没有一劳永逸稳赚长赢的投资方式，投资者总是不断进化和竞争的，这种进化导致投资难度的不断提高，要想稳赚长赢只有一种方法，那就是不要固化自己，要持续不断地研究和进化，不断地开拓自己的眼界，提高自己的水平。

三、立足不变与乘时变化

这个世上有两种基本的普世智慧，一种是乘时变化，另一种是立足不变。

乘时变化是指踏着市场的波浪前进，随着环境不断调整策略，不断追逐新的热点，研究新的投资策略，虽然这种策略也许会随着环境失效，但最早使用的人总是赚得最多。比如早期的打新股、封闭式基金等，新的投资品种刚出来，市场大多抱着怀疑的态度，或者不甚了解，如果此时入场，收益是非常高的。

立足不变是指在一个变化的环境中把握不变的部分，以此为基础建立护城河。比如不管股票市场如何变化，不管投资策略如何发展，有一种投资策略是永远不会过时的，那就是赚企业本身盈利的钱，有一些投资原则是长久不衰的，那就是低估折价、安全边际，所以专注基本面投资容易形成长期稳定的竞争力。

又比如跟吃喝玩乐、生老病死有关的行业，在可以预见的未来，都是一直存在的，五十年以后还有没有手机这个东西，是否是现在这种形式我们不确定，但是我们可以肯定口香糖大概是还在的，而且还是原来的样式。这种产品简单、需求不变、模式稳定的行业变化缓慢，企业容易在反复的磨砺中建立长期稳定的护城河，因为行业变化缓慢，投资者也容易跟随。

四、价值投资是永恒真理吗？

在蛮荒时代，我们的祖先编造了各种神明来解释大自然的风雨雷电和生老病死；在文明社会，人们在各个领域提出各种理论来解释各种现象，然后在不断的实验中证伪和升级；在股票投资领域，人们提出了技术分析、价值投资、量化投资等各种理论，作出理性人、有效市场等各种假设去解释这个市场，这些观点和理论接受着市场的检验，它们有的被热捧、有的被抛弃、有的被证伪、有的等待证伪。

我想说的是，寻找模式、编造理论来解释环境以获得内心的安全感是人的天性，哪怕这种模式和理论本身是存在偏差乃至错误的。股市是一个复杂的生态系统，而人的思维天然存在缺陷，以有限去解释无限，本身就是不现实的，很多时候我们以为的规律都只是一个强行匹配的臆想，我们每个人其实都是在瞎子摸象。

就像曾经很多人都沉迷于技术分析，但最终却发现现实中根本就不存在这样的模式一样，也许有一天随着我们的认知提升和市场变化，我们发现，原来价值投资也不过是我们强行编造的一种本身不存在的伪规律之一。价值投资之所以有效，也许只是因为我们刚好撞上了一个本身无规律的钟摆的其中某些节奏，只是因为大家都去相信一个虚构的东西，这种信仰汇聚成了一种力量，它们在一起共振，才对市场产生了影响。

所以，永远不要轻易地接受一种理论和思想，要批判它、怀疑它，在证伪之前暂时地接受它，更不要永远地接受一种思想，被这种思想束缚在旧有的框架里，思考任何一个问题的时候，都不要有思想上的路径依赖，要经常地、反复地去思考相同的问题，每一次都像从来没有思考过这个问题一样去思考它。

这，是身为一个股民该有的基本修养。

第四节 我们在讨论的，从来都不是投资，而是人生

假设把这个世界上所有人的钱聚集起来，平均分配到每个人手上，假设每个人都有100万，当天晚上就会有人醉卧在酒吧、有人在赌场挥霍一空，也有人在股市里沉浮，还有人把他们换成一堆货物在市场销售一空，不用一个月，整个世界又会回到原本贫富差距的状态。

我们的思维决定了我们的决策，而每一个决策都对应着不同的行为，不同的行为带来截然不同的结果。我们现下的生活是由我们过去的决策决定的，三年前你敷衍工作，今天你事业艰难；五年前你休闲玩乐，今天你一事无成；十年前你厉兵秣马，今天你君临天下。

差异化的思维决定了差异化的选择，同等的财富，用于消费和投资，就相当于选择了两种截然不同的生活方式。金钱是氧化性的，暴露在空气中就会被通胀腐蚀，只有投入每一个化学反应，让它在市场的波动和财富流动的轨迹里随着波涛前进，才能不断增值。

很多人炒股是怀着一夜暴富的心态，也有些人是因为现实的工作和生活一塌糊涂，想要在股市里碰碰运气，就好像在虚拟的游戏里找到掌控自己和杀伐世界的快感。

一夜暴富的，想的是不劳而获，从来不肯花费时间和精力去付出努力和智慧，在股市中也是一样，被那些修饰华美的故事所吸引，本想改变命运，结果却是空中楼阁，镜花水月。

碰运气的，工作敷衍了事，生活一塌糊涂，在股市中也决计不愿意用心去钻研和挖掘，决计不肯用心去理解市场的本质和价值的真谛，像是赌博一样随意地把种子抛撒在荒芜的土地上，无论过去几个春秋，还是寸草不生。

从来没有一夜暴富的神话，所有的一夜成名，都是十年卧薪尝胆的长夜漫漫；从来没有不劳而获的天赐，所有的一战成名，都是枕戈待旦的筹谋已久。投资的本质是对人性优劣的奖惩，是对思维高下、眼界高低的研判，是对处世态度和人生智慧的反馈。

你的人生态度和价值观会在股票上反映出来，看一个人是什么样的人，就知道他会选择什么样的股票，看一个人投资什么样的股票，就知道这个人是怎样的人。

一个认真生活、认真工作的人，往往投资也不会差；一个敷衍人生，浑浑度日的人，在股市里不会有什么成就。我从来不认为，一个在工作和生活中一塌糊涂的人，能够把投资这件事情做好。

我们在讨论的，从来都不是投资，而是人生。